

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

AMERICA SOTTO STRESS?

Si prospetta un periodo interessante ma volatile

Ed Yardeni, il fondatore di Yardeni Research, è uno degli economisti e strategist di mercato più conosciuti nel mondo degli investitori professionali e, tra le tante iniziative ed innovazioni che ha portato avanti nel corso della sua lunga carriera, come ad esempio l'invenzione del "Fed model", ovvero un modello volto alla valutazione dei mercati azionari rispetto ai mercati obbligazionari, ve ne è uno che assume, a parere di chi scrive, un fascino senza tempo. Parliamo della nozione di "Bond Vigilantes", ovvero quegli investitori che rimettono in riga l'eccessiva spesa pubblica richiedendo rendimenti più alti per investire nei titoli di debito sovrano di una determinata nazione. Tali figure "mitologiche" ed astratte (non vi è infatti un gruppo organizzato di vigilanti del debito che intervengono quando il debito o il deficit superano una determinata soglia) quasi sempre hanno come preda il debito di piccole nazioni, magari emergenti, con squilibri finanziari e magari tassi di cambio non completamente governati dal mercato ma bensì ancorati a divise più importanti come il dollaro americano. A volte, tuttavia, specialmente in contesti particolari e caratterizzati da potenziali mutamenti di scenario di medio-lungo periodo, può accadere che la preda assuma dimensioni ben più grandi e succose, come successe tra il 2010 ed il 2012 quando ad essere attaccati furono i debiti sovrani di nazioni ben più strutturati ed importanti nel contesto macroeconomico, ovvero i famosi PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna) con tutte le conseguenze del caso, o nel 2022, quando ad essere attaccato fu il Regno Unito, costringendo l'allora premier Liz Truss a dimettersi dal proprio incarico dopo

appena 45 giorni dall'insediamento, facendo registrare il record per la minore longevità in tale incarico nella storia dell'Inghilterra.

Se da un lato, quindi, l'azione dei Bond Vigilantes può assumere connotazioni particolarmente negative per i paesi che vengono presi di mira (si pensi ad esempio a ciò che accadde all'inizio del decennio scorso alla Grecia ed in misura minore anche agli altri paesi della periferia europea), dall'altro lato la loro azione è una delle poche armi con un deciso effetto salutare sulle finanze pubbliche delle nazioni attaccate, che vengono appunto forzate, a meno di non volere propendere per un default sul proprio debito pubblico, a trovare soluzioni per rimettere in ordine i conti pubblici (grafico deficit di bilancio Grecia).

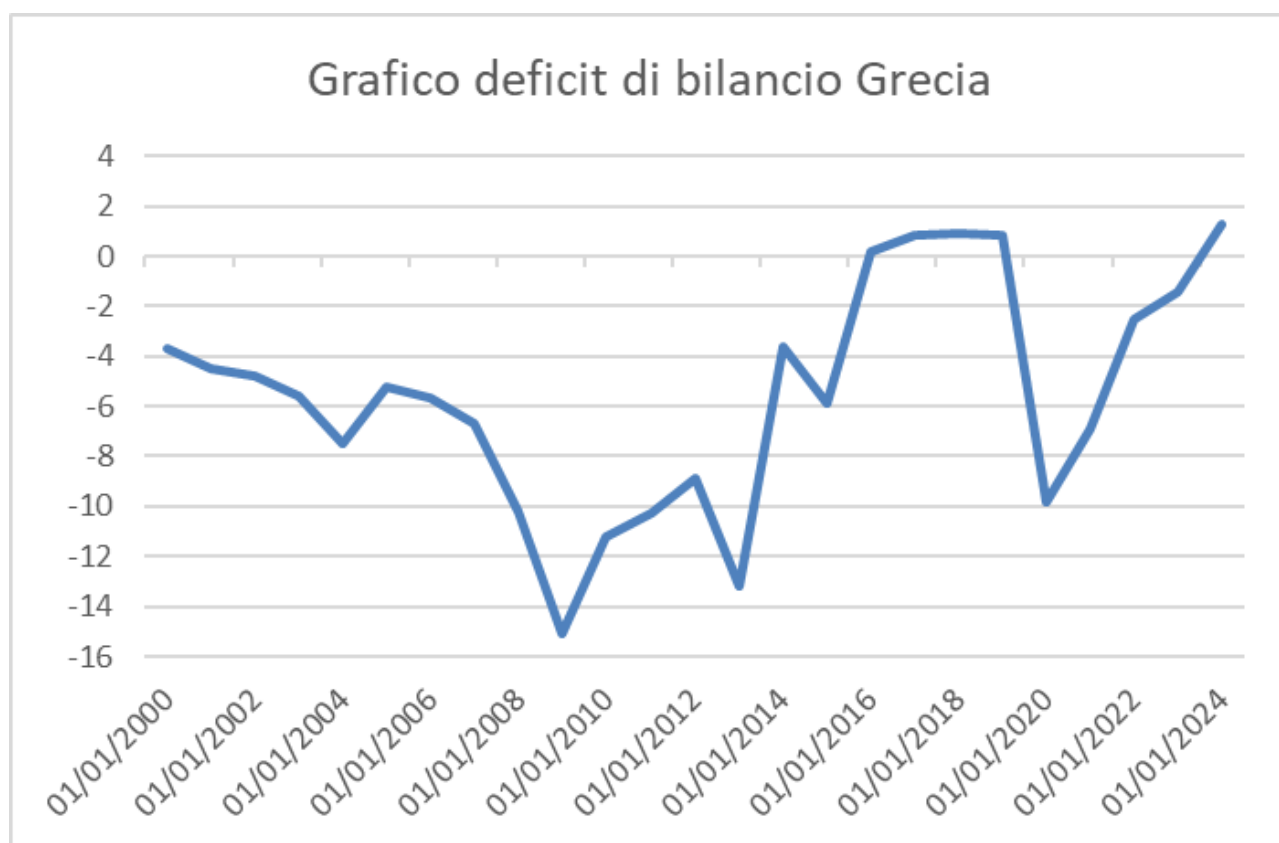


Grafico deficit di bilancio Grecia: rapporto deficit/PIL della Grecia (valori negativi indicano deficit e valori positivi indicano surplus)

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

L'effetto del Bond Vigilante, che, come qualsiasi operatore economico razionale, non fa nulla per nulla, ha ovviamente come obiettivo iniziale quello di portare a sé stesso un beneficio economico, vuoi tramite prese di profitto da operazioni short sui titoli del debito pubblico in questione, vuoi tramite l'ottenimento di un rendimento più elevato tramite l'apertura di nuove posizioni long su detti titoli di debito. Obiettivo egoistico che però, nel caso l'azione riesca nell'intento di costringere i policymakers della nazione attaccata a riportare sui binari le proprie finanze pubbliche, avrà un effetto decisamente positivo, non solo per la nazione coinvolta, ma bensì per la salute macroeconomica del mondo nel suo complesso, vista la sempre maggiore interconnessione tra i paesi del globo. Come scritto in precedenza, è piuttosto raro che i Bond Vigilantes cerchino di azzannare prede corpulente e massicce e men che meno prede che, almeno all'apparenza, potrebbero sembrare quasi immortali. Non va dimenticato infatti che, se l'azione dei Bond Vigilantes non dovesse andare a buon fine, sarebbero gli stessi Vigilantes a subire danni (sia nel caso di operazioni short che non vanno a buon fine sia nel caso dell'impossibilità di mettere in piedi operazioni long a tassi di rendimento più elevati). Chi si sognerebbe pertanto di provare ad attaccare gli Stati Uniti d'America, il paese più importante del mondo a livello di prodotto interno lordo e non solo, emittente del Dollaro Americano, la valuta di riserva globale? Se sino a pochi mesi fa la risposta a questa domanda sarebbe stata un secco "nessuno sano di mente", il mutamento di contesto registratosi dopo l'inaugurazione del mandato Trump, caratterizzato da una confusa politica sull'imposizione di dazi e barriere commerciali, rende ora meno certa la risposta. Gli USA soffrono in effetti da ormai tantissimi anni della patologia di "deficit gemelli", ovvero una situazione economica caratterizzata da disavanzo commerciale e disavanzo di bilancio pubblico (grafico deficit gemelli USA).

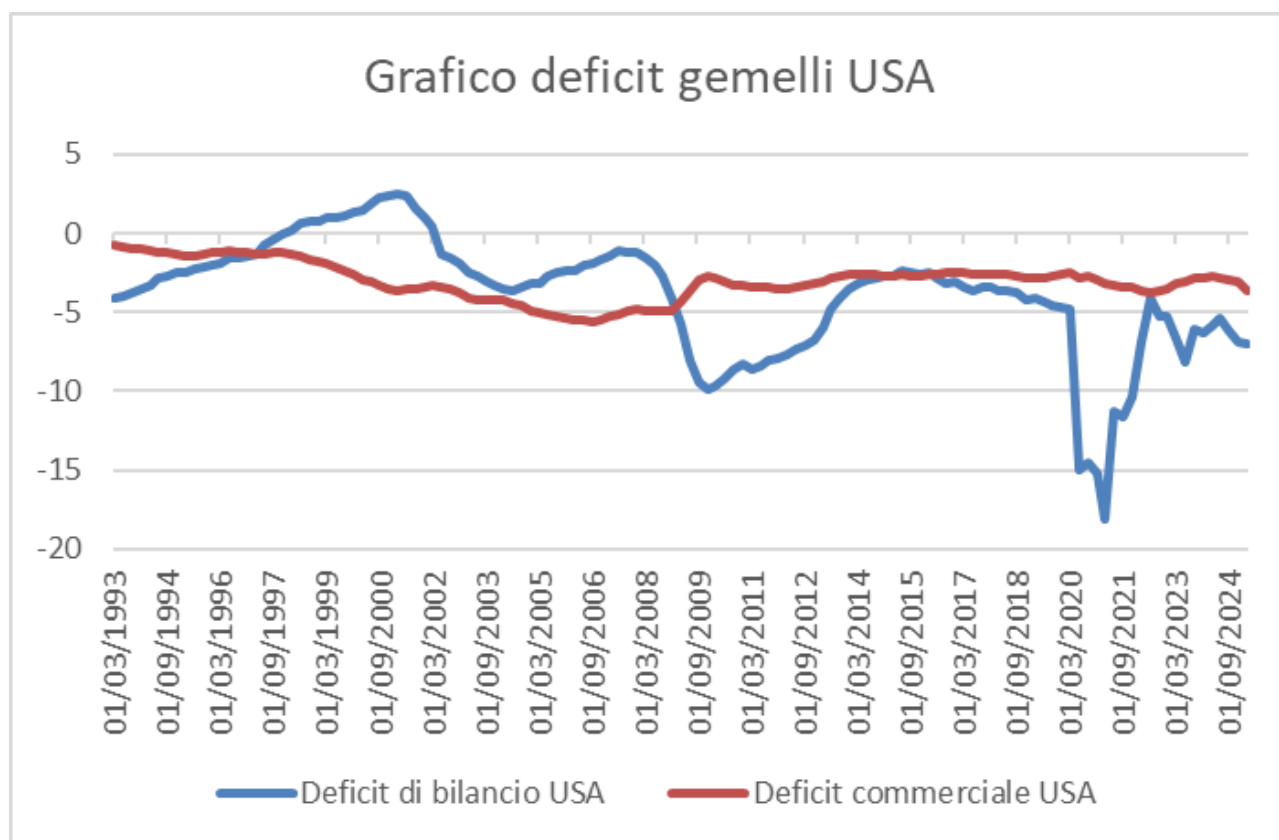


Grafico deficit gemelli USA

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

Se è vero che gli effetti di tale malattia sono stati nel corso degli anni mitigati dall'enorme afflusso di capitali negli USA (che ha in primis compensato il deficit commerciale), da una politica monetaria fortemente espansiva grazie a livelli di inflazione mediamente contenuti (che ha permesso di assorbire senza sforzi il crescente ammontare di debito pubblico) e da una netta fiducia nei confronti del Dollaro Americano manifestata da larghissima parte degli attori economici, la presa di coscienza del mutamento di scenario, che potrebbe rendere gli USA "meno amici" del resto del mondo, potrebbe sparigliare le carte in tavola, costringendo gli USA ad adottare politiche economiche di maggior contenimento e meno espansive, alle quali il paese a stelle e strisce non è abituato. In tal senso, è stato in effetti degno di nota il movimento registrato nell'ultimo periodo sia dai tassi di interesse a lungo termine sia

sul dollaro, con i primi che hanno registrato un importante movimento ascendente ed il secondo che ha invece mostrato una marcata debolezza (grafico rendimenti e dollaro).

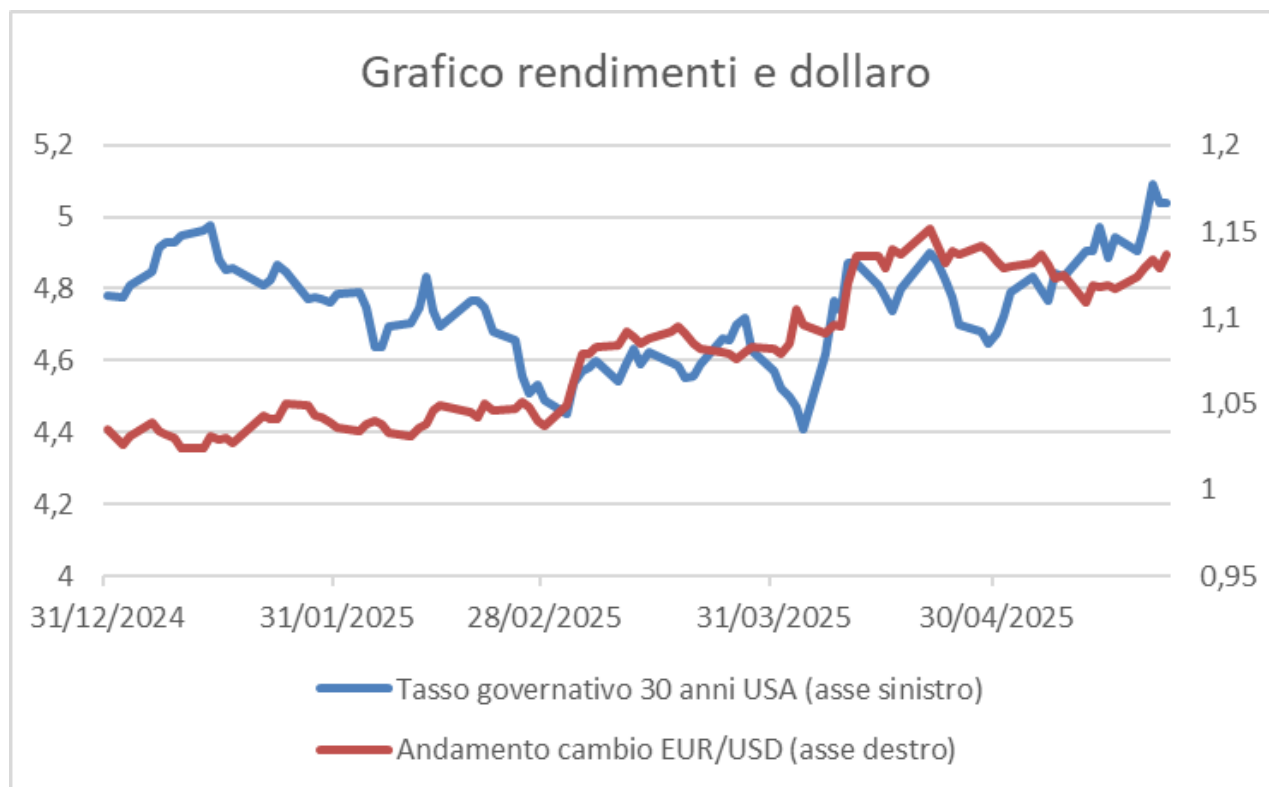


Grafico rendimenti e dollaro: andamento del tasso trentennale USA e del cambio EUR/USD

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

I Bond Vigilantes sono quindi già entrati in azione con l'obiettivo di azzannare lo Zio Sam? È sicuramente ancora presto per dirlo, ma un campanello di allarme è sicuramente già suonato nelle stanze dell'Amministrazione americana e della Federal Reserve.

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

Dopo un aprile al cardiopalma, il mese di maggio si è rivelato sicuramente più tranquillo, con un proseguimento della tendenza di generale ripresa iniziata dalla fine del mese scorso, sebbene non siano mancati anche durante l'ultimo periodo momenti di nervosismo (grafico volatilità).

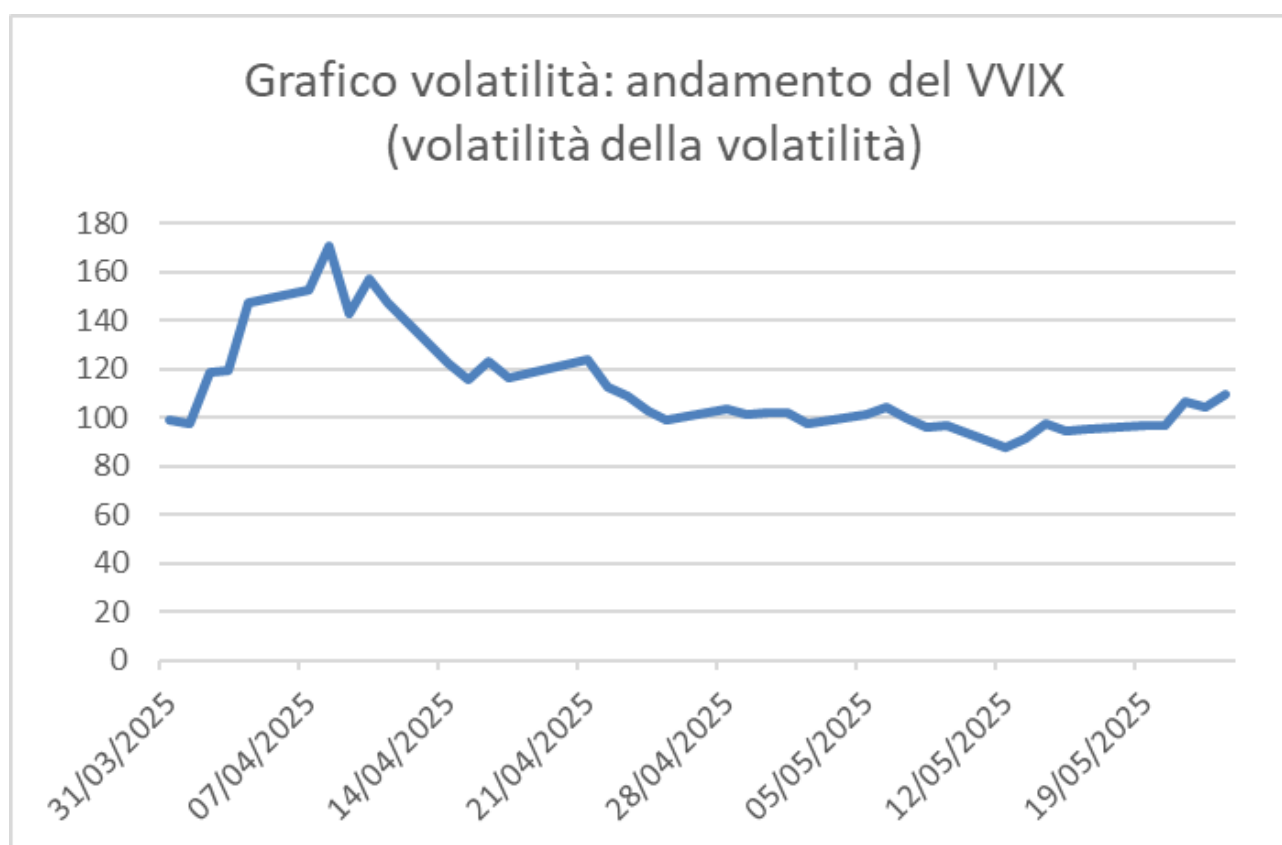


Grafico volatilità: andamento dell'indicatore VVIX (volatilità della volatilità implicita sull'indice azionario S&P500).

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg dal 31 marzo al 26 maggio 2025

Guardando ai movimenti delle principali classi di investimento (tabella performance), notiamo una buona ripresa dei mercati azionari con, ad ogni modo, un'America che rimane ancora sottotono rispetto ai listini del vecchio continente, mentre sul fronte obbligazionario le performance sono risultate appesantite dal movimento di bear steepening (rialzo delle curve dei tassi con la parte a lunga che cresce più della parte a breve/brevissimo) registrato dal tasso statunitense, che ha poi "contagiato" anche gli altri segmenti del mercato obbligazionario (grafico bear steepening).

Asset Class	Performance % mese di maggio in valuta locale	Performance % anno 2025 in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale
Azionario Americano	6.15%	0.51%	23.31%
Azionario Europeo	4.00%	9.61%	8.28%
Azionario Mercati Emergenti	4.00%	7.61%	5.05%
Obbligazionario Investment Grade Americano	-0.72%	2.45%	1.25%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	0.17%	0.93%	2.63%
Obbligazionario globale High Yield	1.65%	4.41%	9.19%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	0.67%	2.97%	6.58%

Tabella performance

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



Grafico bear steepening: curva dei tassi USA nell'ultimo mese

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg (dati al 30 aprile ed al 26 maggio 2025)

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

Sostanzialmente nulla da segnalare sul fronte banche centrali, con la FED che, come previsto, ha lasciato invariato il costo del denaro, dimostrando di seguire un approccio attendista, giustificato da livelli di inflazione che permangono superiori a quelli target, un mercato del lavoro che ancora appare in salute e soprattutto una marcata incertezza sul fronte delle politiche commerciali dell'amministrazione americana, che avranno di certo effetti non di poco conto sulle principali variabili economiche. Tema invece, quello delle politiche commerciali, che ha continuato a tenere banco anche durante l'ultimo mese, tra annunci, ritrattazioni e posticipi comunicati dal Presidente Trump circa l'entrata in vigore delle politiche protezionistiche. La sensazione è che ancora per diverso tempo il vero tema *market mover* continuerà a rimanere questo, nel bene e nel male.

QUAL È LA CONDIZIONE DI SALUTE DELL'ECONOMIA GLOBALE?

La situazione di incertezza che si continua a respirare, sebbene non abbia ancora creato danni particolari alle variabili macroeconomiche, che continuano a mostrare generalmente una condizione di buona salute, stanno continuando a produrre effetti negativi sulle variabili anticipatrici, che potrebbero poi riflettersi sui dati "hard", se la situazione di incertezza dovesse perdurare o se talune delle misure protezionistiche proposte dall'amministrazione USA dovessero effettivamente vedere la luce. Alcune tra le variabili che al momento destano più di una preoccupazione sono il numero di container in partenza dalla Cina con destinazione USA (grafico trasporti) e le aspettative di inflazione della popolazione per il prossimo periodo (grafico aspettative inflazione).

APOLLO

Container departures from China to the US

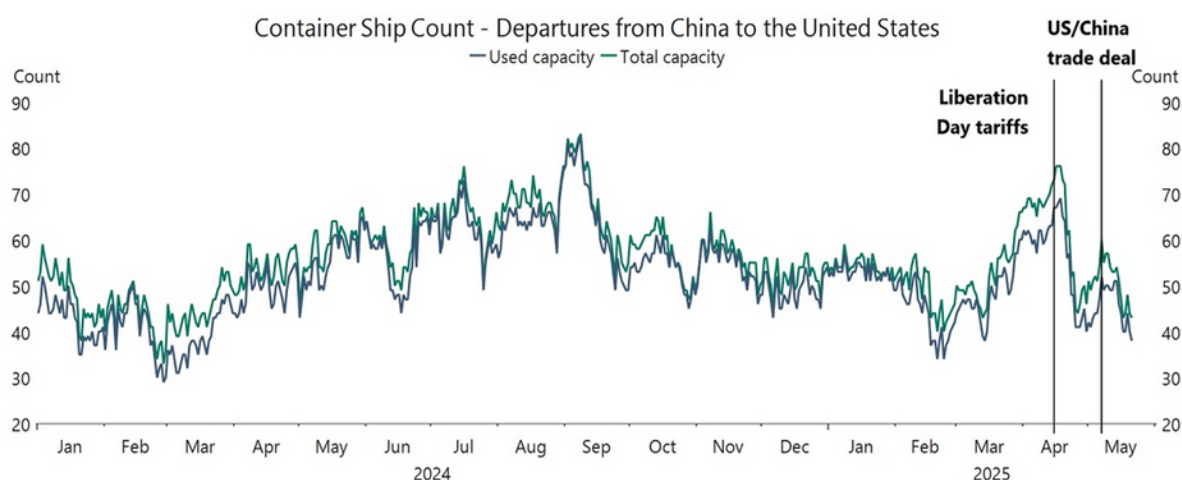


Grafico trasporti: numero di container in partenza dalla Cina con destinazione USA

Fonte: Apollo, Torsten Slok

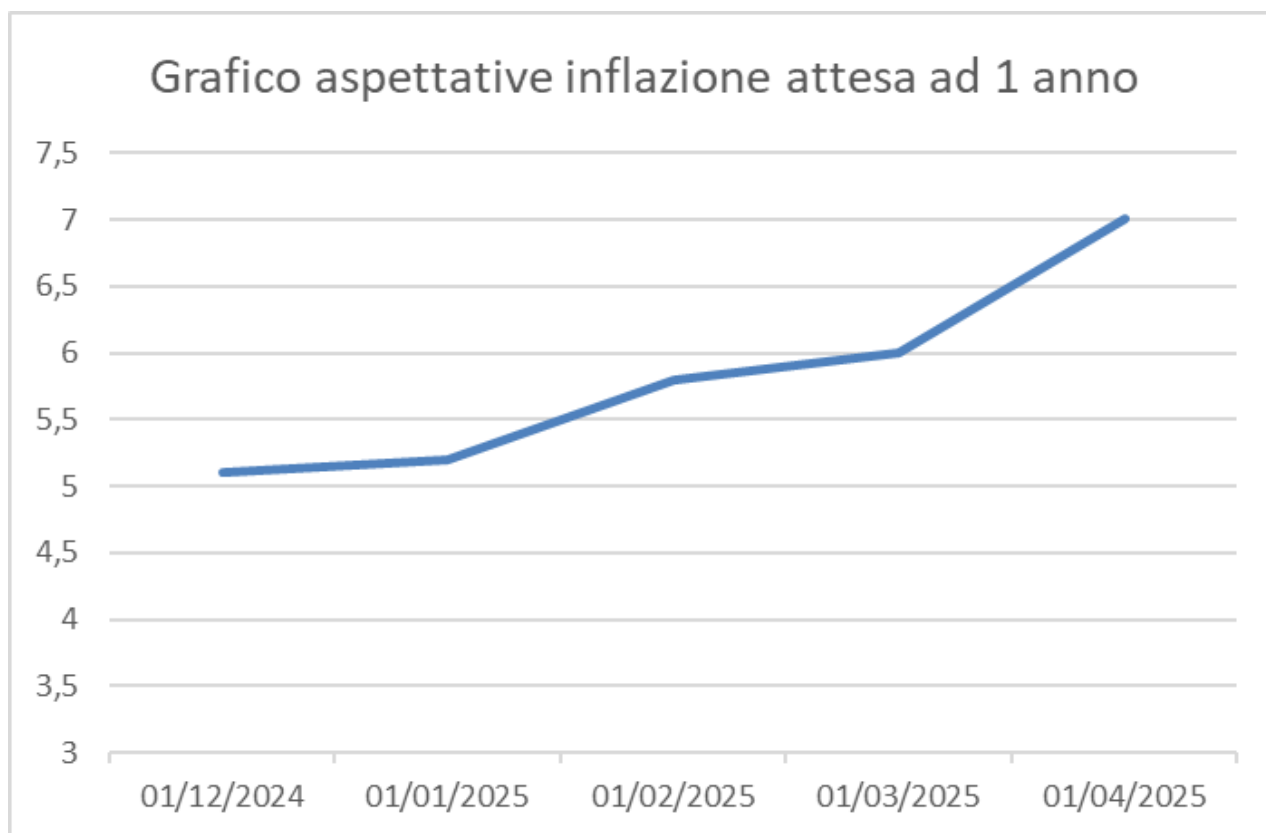


Grafico aspettative inflazione: inflazione attesa ad 1 anno

Fonte: elaborazione BSM su dati Conference Board USA (sondaggio su circa 3 mila individui). Rilevazioni da fine 2024 al 30 aprile 2025

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Anche durante il mese di giugno il focus principale permarrà rivolto alle decisioni di politica economica che giungeranno da Casa Bianca e dintorni ed all'effetto che tali decisioni avranno sul tessuto economico. In tal senso, continuerà a rivestire una certa importanza il monitoraggio di indicatori economici alternativi, per cercare di carpire in anticipo i risvolti che anche solo gli annunci stanno avendo in tempo reale sull'economia. Per quanto riguarda la politica monetaria, le attese sono ancora per tassi fermi sul fronte americano (tassi nel range 4,25%-4,50%) e tassi in calo di 25 punti base su quello europeo (i tassi sui depositi BCE dovrebbero scendere al 2%), circostanza questa che amplierà ulteriormente il differenziale dei tassi tra le due aree

economiche, con un potenziale effetto positivo per gli assets americani (treasuries e dollaro in primis). Assets americani che però continueranno a rimanere ostaggio dei Bond Vigilantes, anche in vista del possibile passaggio al Senato della riforma fiscale che il Presidente Trump ha ribattezzato "Big, Beautiful, Bill".

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	78 (69 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	81 (64 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	87 (70 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	95 (93 lo scorso mese)

Tabella valutazioni

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 27 maggio 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 livelli in peggioramento rispetto allo scorso mese, lasciandoci in un contesto di valutazioni che non offrono un adeguato margine di sicurezza per potere dormire sonni tranquilli e pertanto è indubbio come i mercati stiano considerando le attuali tensioni sul fronte del commercio globale come soltanto passeggiare. Degno di nota il sorpasso, per la prima volta negli ultimi 20 anni, del rendimento del titolo di stato USA a 10 anni rispetto al rapporto utili/prezzi dell'indice azionario S&P500 (grafico valutazioni), a testimonianza di un maggior valore espresso allo stato attuale dalla componente obbligazionaria rispetto a quella azionaria.

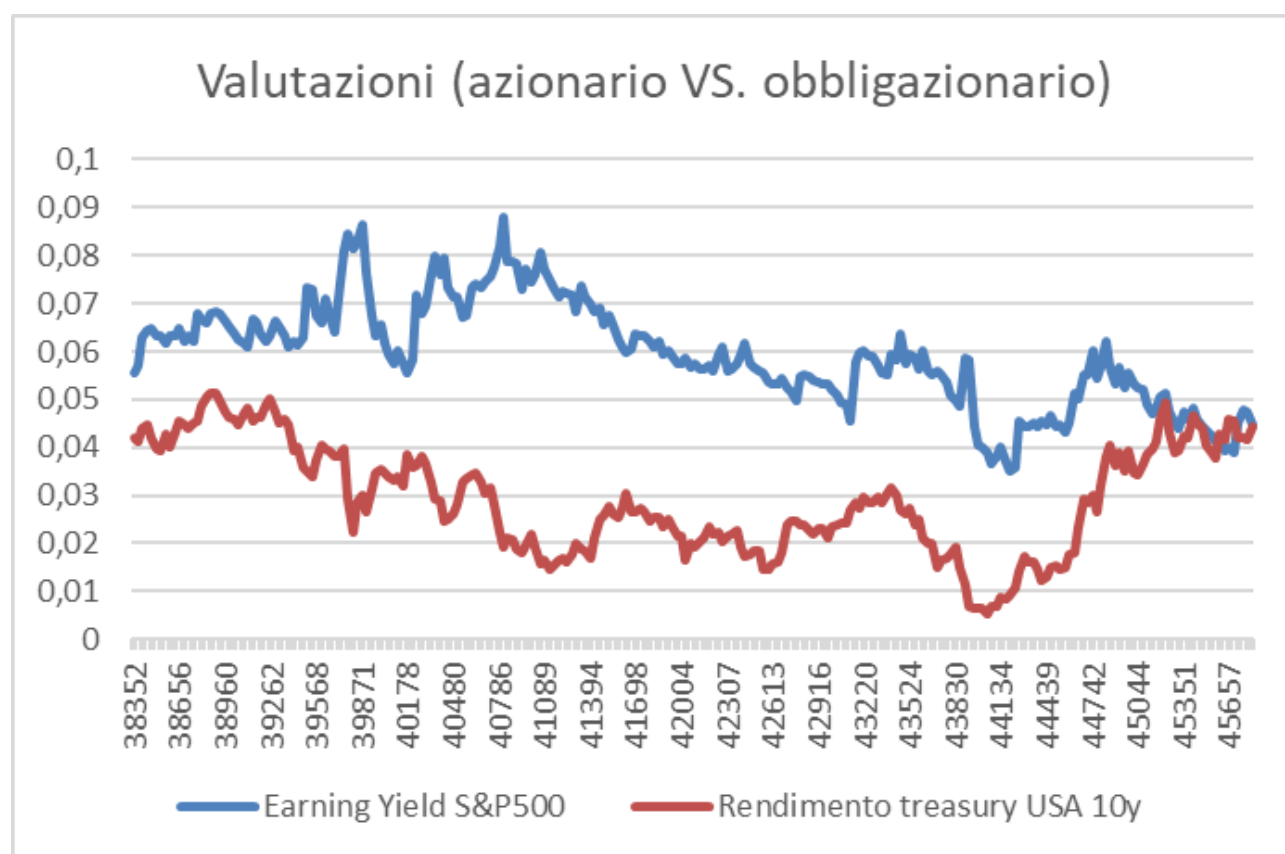


Grafico valutazioni: rapporto utili/prezzo indice azionario S&P500 e rendimento del decennale sovrano statunitense

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

I mercati azionari e l'obbligazionario con rischio di credito, a parere di chi scrive, non stanno dovutamente prezzando i rischi a cui l'economia mondiale sta andando incontro e pertanto è verosimile immaginare il proseguimento di un contesto alquanto volatile per il prossimo periodo. D'altro canto, i tassi di interesse sui segmenti del mercato obbligazionario meno esposti al rischio di credito, come ad esempio quello governativo, esprimono tassi di rendimento non disdicevoli e trattano a valutazioni non troppo care. Come sempre scriviamo, ciò non vuole assolutamente dire che occorre ridurre eccessivamente la componente più volatile mettendo la testa sotto al cuscino, in quanto è ormai ovvio (o quantomeno dovrebbe esserlo) che provare a fare market timing nel breve periodo non comporta benefici, ma anzi è molto più probabile che porti effetti negativi, come anche dimostrato durante il mese di aprile (grafico market timing).



Grafico market timing: performance dell'indice azionario S&P500 da inizio anno al 14 maggio in due versioni, la prima rimanendo sempre investiti, mentre la seconda non essendo investiti durante l'unico giorno con maggiore performance

Fonte: awealthofcommonsense.com

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

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

Per quanto riguarda infine Dollaro Americano, dopo la recente fase negativa, potrebbero aprirsi degli spazi di recupero nei confronti dell'euro, prevalentemente grazie al differenziale dei tassi reali tra le due aree geografiche, attualmente in fase di ampliamento.



Banca di San Marino®
Futuro da una vita