

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

CAMBIANO LE DINAMICHE DI MERCATO

Fondamentale, per prosperare, un approccio flessibile

Assuefazione, abitudine, adattamento, sono tutti sinonimi che, nella loro accezione generale, sono volti ad individuare una condizione di tolleranza progressiva acquisita da un qualche organismo ad una sostanza, ad una situazione o ad un qualche comportamento o dinamica. Sebbene tali aggettivi vengano molto spesso utilizzati per identificare situazioni negative e talvolta croniche, come ad esempio quelle nell'ambito dell'assunzione di sostanze psicotrope o psicoattive, l'essere assuefatti, abituati o adattati ad un qualcosa può essere visto anche positivamente. Si pensi ad esempio ad una persona il cui corpo è assuefatto, si è adattato a svolgere quotidianamente una determinata routine di salutare sport. Effettivamente, soprattutto per coloro che praticano determinate attività sportive, come ad esempio il body building, ma non solo, questo processo di c.d. assuefazione è piuttosto comune. Soprattutto durante gli ultimi anni, probabilmente anche a causa (o per colpa) del costante e continuo flusso di informazioni che ciascuno di noi riceve ininterrottamente e che pertanto rendono difficile mantenere la concentrazione su un determinato argomento per un lasso di tempo duraturo, anche i mercati finanziari sembrano soffrire di una certa forma di assuefazione agli eventi ed alle dinamiche negative che, volenti o dolenti, impattano i fondamentali delle attività finanziarie. In effetti, guardando la price action dal 2009 (post grande crisi finanziaria) ad oggi, notiamo come generalmente il comportamento dei mercati finanziari durante le molteplici fasi turbolente e problematiche con cui ci si è dovuti confrontare ha mostrato un processo di forte negatività iniziale, seguita però

da un altrettanto repentino movimento di recupero. Più passa il tempo e più tale dinamica, caratterizzata appunto da "crisi" più frequenti, ma di minore durata, sembra accentuarsi, a testimonianza forse del fatto, come si scriveva inizialmente, che la notizia che oggi sembra così importante e magari destinata ad avere effetti duraturi, domani o fra appena qualche giorno sarà finita nel dimenticatoio, sostituita da un'altra notizia ancora maggiormente degna di nota. Effettivamente, restringendo ancora di più l'orizzonte di analisi, i primi 5 anni e mezzo della decade corrente si sono dimostrati un ottimo caso di scuola in tal senso. Pensandoci bene, in un lasso di tempo così ridotto, abbiamo già sperimentato una pandemia, lo scoppio di una guerra al centro dell'Europa, un rialzo inflazionistico con pochi precedenti nel recente passato, il fallimento di una delle più grosse banche europee e sicuramente tante altre cose che ora nemmeno ricordiamo (o almeno non stanno vendendo in mente a chi scrive) in quanto effettivamente, riprendendo quanto si scriveva poche righe fa, "la notizia che oggi sembra così importante e magari destinata ad avere effetti duraturi, domani o fra appena qualche giorno sarà finita nel dimenticatoio, sostituita da un'altra notizia ancora maggiormente degna di nota". Estraniandoci per un attimo dal contesto economico/finanziario, secondo alcuni autorevoli studi è proprio la mente umana che sta mutando il proprio approccio, con una costante diminuzione del tempo medio di attenzione (grafico tempo di attenzione). Molto probabilmente, l'avvento dei social media rappresenta una dei principali indiziati di questo fenomeno.

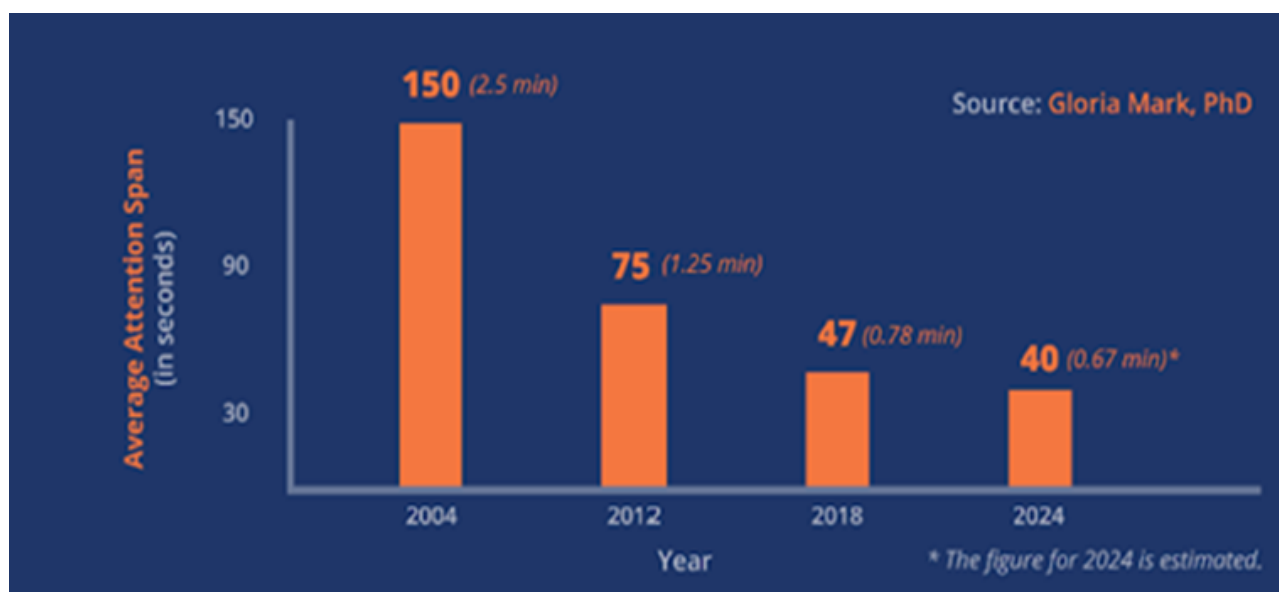


Grafico tempo di attenzione: tempo di attenzione medio passato da 2,5 minuti del 2004 a 0,67 minuti del 2024

Fonte: Gloria Mark, PhD

Riportando l'attenzione verso le tematiche di nostra competenza, in considerazione di tutto quanto detto in precedenza, statisticamente per forza di cose si avrà una situazione in cui il numero di giornate di trading con una maggiore ampiezza di performance risulterà in aumento (grafico up and down).

Total # of 1% Up and 1% Down Days in the S&P 500 by Decade

Since the 1950s

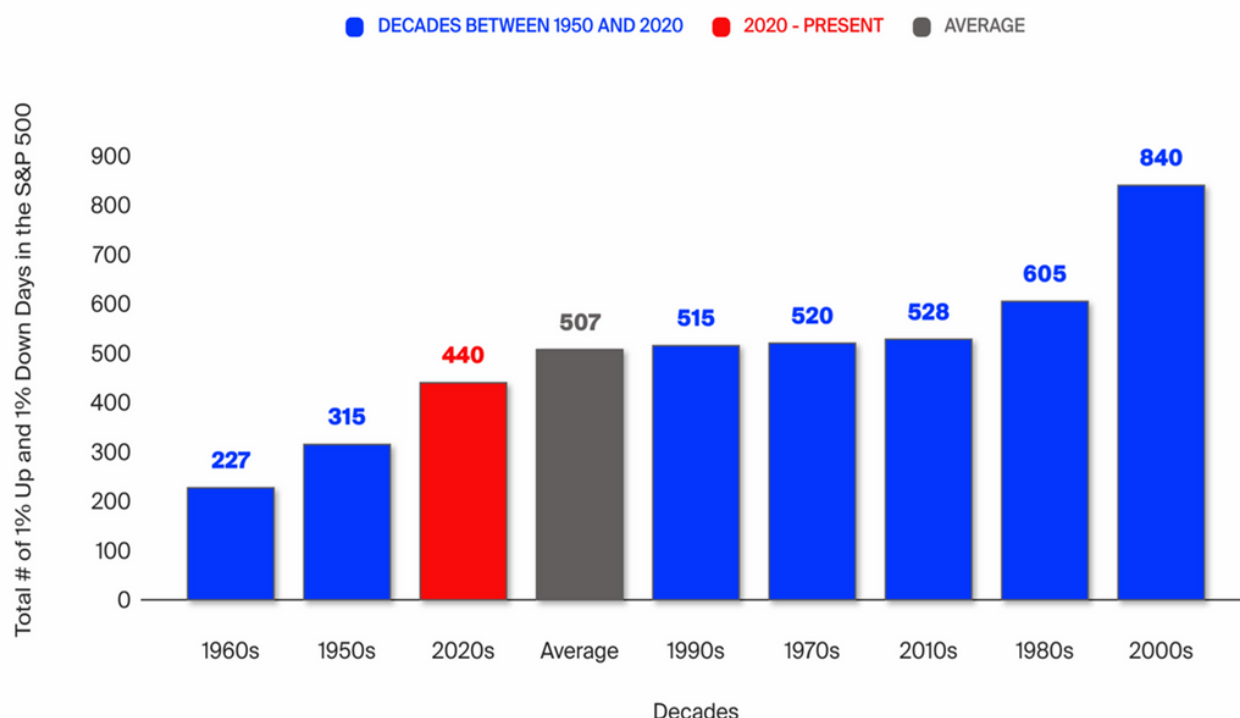


Grafico up and down: numero delle giornate di trading con performance superiore all'1% in valore assoluto

Fonte: awealthofcommonsense.com

Come molto spesso accade in tanti ambiti della vita, i cambiamenti non sono di per sé né un bene né un male se li sappiamo gestire e se, soprattutto, siamo in grado di adattarci al nuovo ambiente che ci circonda e nel quale dobbiamo sopravvivere e possibilmente proliferare! I mercati finanziari, almeno sino ad ora, stanno dimostrando in larga parte di essere in grado di gestire questo cambiamento di contesto. Sebbene durante gli ultimi anni abbiano risposto con una sonora scrollata di spalle ad ogni evento negativo incontrato durante la loro strada, nel complesso non abbiamo assistito (fatta esclusione per alcune nicchie di mercato) a fenomeni di gonfiamento di bolle estreme, ma solamente ad un pizzico di esuberanza (grafico utili e performance)

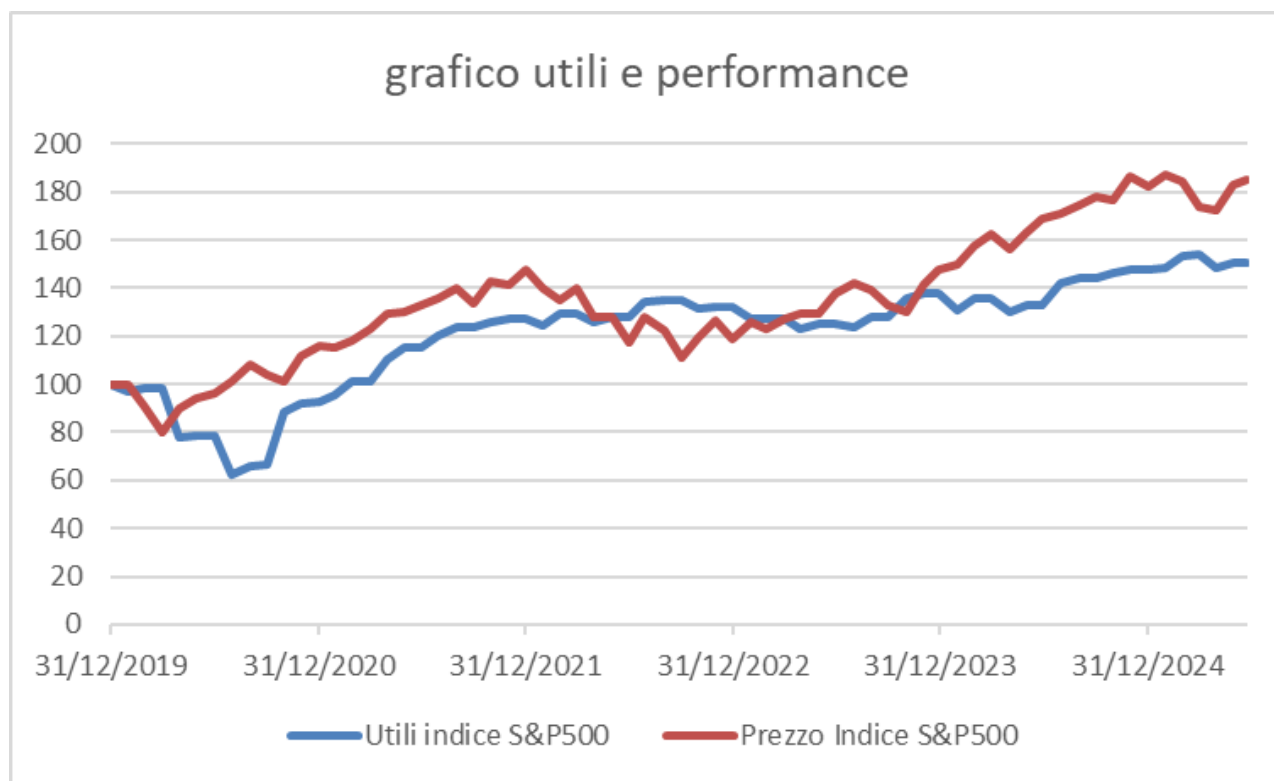


Grafico utili e performance: andamento degli utili delle società incluse nell'indice azionario S&P500 raffrontata con la performance dell'indice.

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg con valori ribasati a 100 ad inizio 2020

Gli ultimi avvenimenti che stiamo vivendo sul fronte geopolitico, con l'aumento delle tensioni in medio-oriente e l'attacco di Israele – supportato dai bombardieri americani – all'Iran, potrebbero essere l'ennesima prova di come le dinamiche di mercato siano cambiate nel corso degli anni e che eventi che un tempo avrebbero creato non pochi scossoni, nell'epoca moderna ricevono una sonora scrollata di spalle da parte dei mercati finanziari (grafico prezzo petrolio).

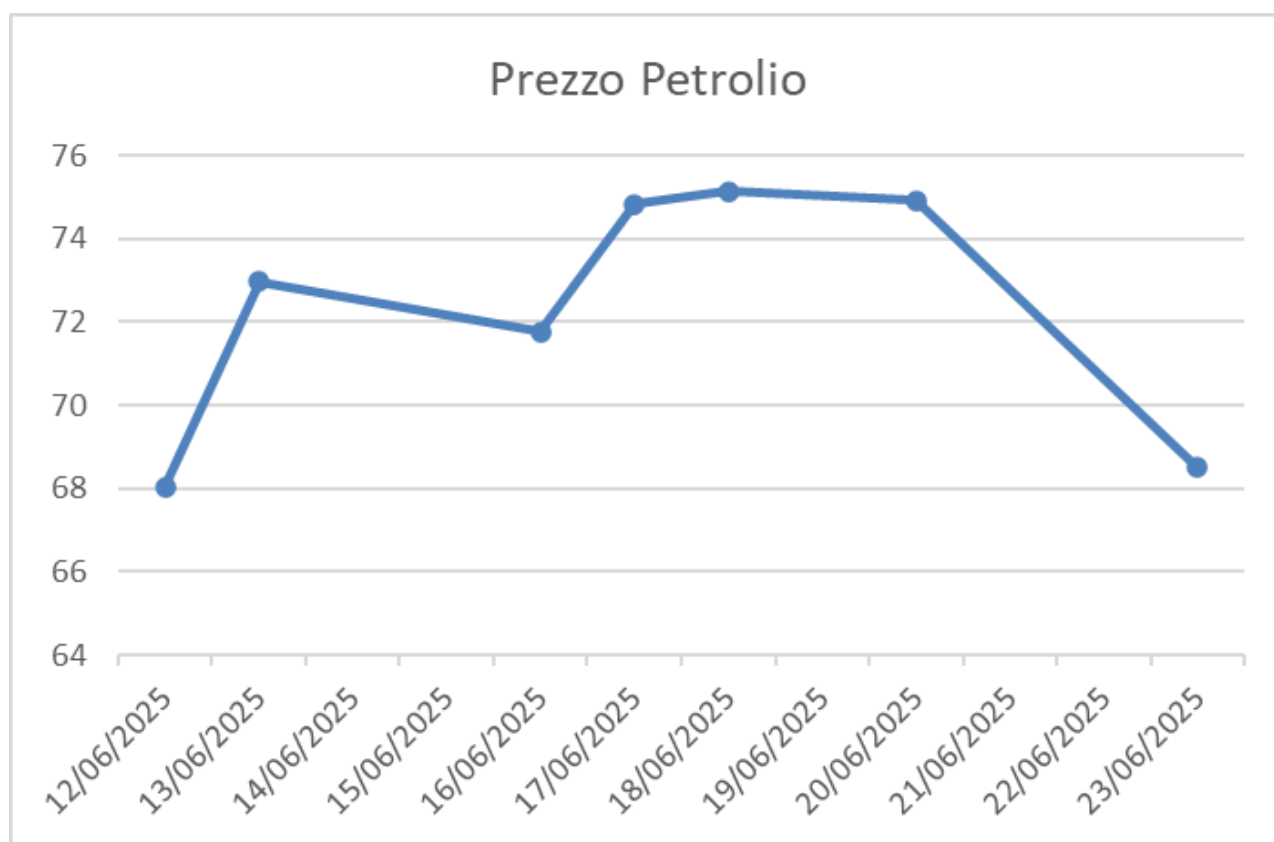


Grafico prezzo petrolio: andamento del petrolio di tipo WTI dall'attacco di Israele all'Iran
Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg. Dati dalla chiusura del 12 giugno alla chiusura del 23 giugno 2025

Ad onore del vero va comunque detto che l'Iran era già da tempo una Nazione paria e che, al tempo stesso, l'aumentare delle tensioni sul fronte medio-orientale già da diversi anni avevano visto diminuire l'impatto sul fronte dei mercati finanziari, specialmente dopo il quasi raggiungimento dell'autosufficienza degli USA sul fronte energetico (grafico autosufficienza petrolio USA).

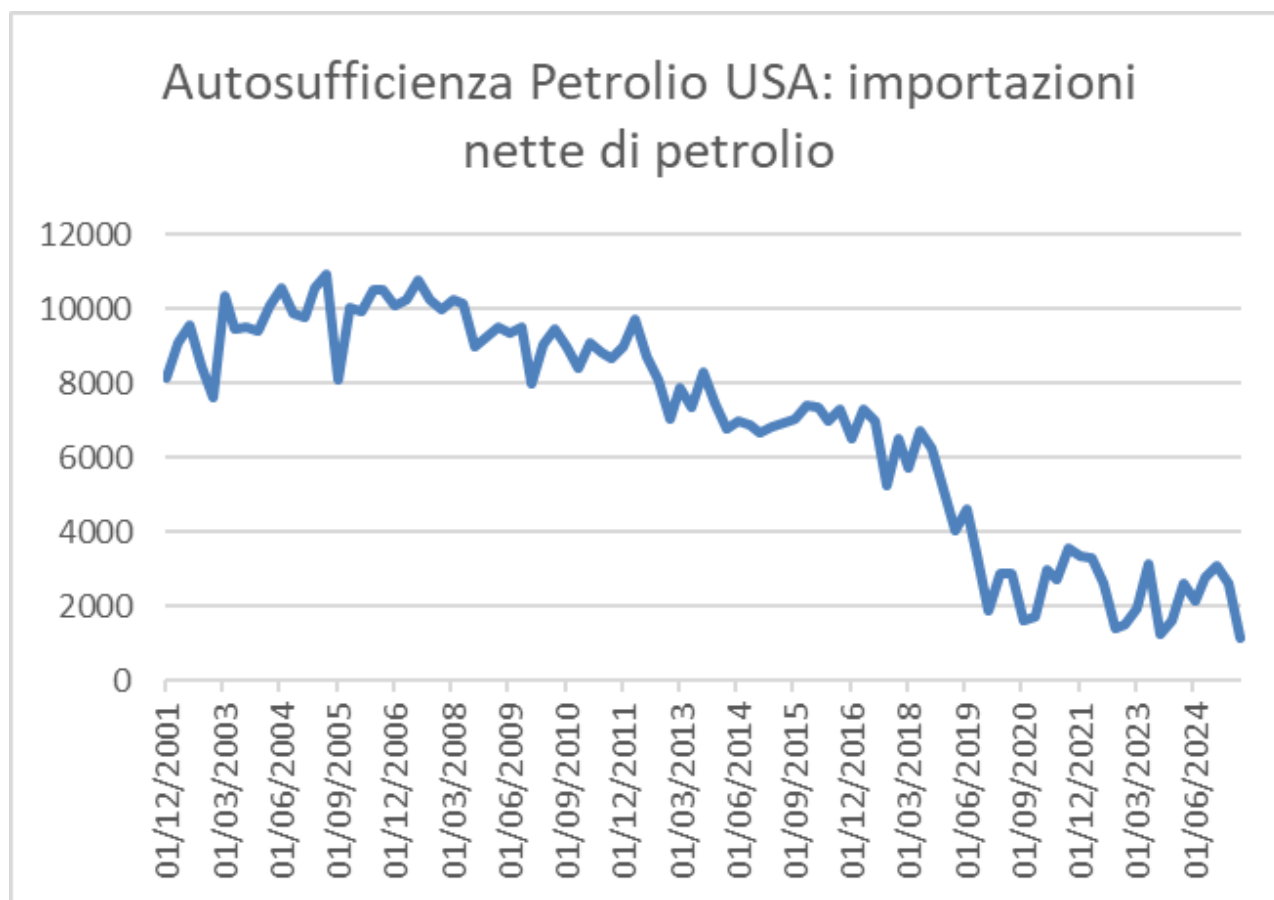


Grafico autosufficienza petrolio USA: importazioni nette di petrolio degli USA

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg con inclusione delle riserve strategiche di petrolio (dati in milioni di barili di petrolio giornalieri)

Chissà se tali dinamiche di price action caratterizzate da movimenti veloci e repentini – con la tendenza a recuperare molto in fretta gli episodi negativi – continueranno, si accentueranno o invertiranno la rotta? Chi vivrà vedrà, ma il parere di chi scrive è che sembrano destinate a continuare, perlomeno sino a quanto non accadrà un qualche avvenimento che sparglierà nuovamente le carte e contribuirà alla formazione di un nuovo status quo. Quel che è certo, oggi più che mai, è che sarà sempre più fondamentale, come investitori, evitare di fossilizzarsi su determinate dinamiche, che magari oggi risultano valide, ma che domani potrebbero non esserlo più. Il mondo va sempre più veloce.

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

Performance generalmente positive durante il mese di giugno quelle registrate dalle principali classi di investimento. Incuranti del crescendo delle tensioni geopolitiche, i mercati hanno sostanzialmente recuperato ampiamente le perdite che erano state accusate ad inizio aprile a seguito dei primi annunci del Presidente Trump sul fronte dei dazi (tabella performance).

Asset Class	Performance % mese di giugno in valuta locale	Performance % anno 2025 in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale
Azionario Americano	4.96%	5.50%	23.31%
Azionario Europeo	-1.18%	8.32%	8.28%
Azionario Mercati Emergenti	5.65%	13.70%	5.05%
Obbligazionario Investment Grade Americano	1.54%	4.02%	1.25%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	-0.09%	0.84%	2.63%
Obbligazionario globale High Yield	2.31%	6.83%	9.19%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	1.91%	4.94%	6.58%

Tabella performance

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

Il recupero messo a segno dai mercati finanziari è altresì confermato dal repentino calo della volatilità, come evidenziato dall'indicatore VIX che ha registrato il maggior calo di sempre, prendendo 9 settimane come orizzonte temporale (tabella VIX).

Biggest 9-Week \$VIX Declines			
End Date	Start \$VIX	End \$VIX	\$VIX Decline
6/6/2025	45.31	16.77	-63.0%
5/29/2020	65.54	27.51	-58.0%
5/22/2020	66.04	28.16	-57.4%
2/22/2019	30.11	13.51	-55.1%
3/15/1991	32.63	14.90	-54.3%
3/1/2019	28.34	13.57	-52.1%
1/6/2017	22.51	11.32	-49.7%
11/6/2015	27.80	14.33	-48.5%
10/23/2015	28.03	14.46	-48.4%
3/18/2016	27.02	14.02	-48.1%
4/2/2021	33.09	17.33	-47.6%
6/5/2020	46.80	24.52	-47.6%
5/16/2008	31.16	16.47	-47.1%
8/26/2016	25.76	13.65	-47.0%
5/25/2018	24.87	13.22	-46.8%
4/15/2016	25.40	13.62	-46.4%
1/27/2012	34.47	18.53	-46.2%
11/23/2001	42.66	23.25	-45.5%
12/26/2008	79.13	43.38	-45.2%
5/15/2020	57.83	31.89	-44.9%

Tabella VIX: maggiori cali dell'indicatore VIX su
orizzonte temporale di 9 settimane

Fonte: Charlie Bilello

È proseguita altresì la fase di debolezza del Dollaro Americano. Dollaro Americano che, se durante gli ultimi anni aveva dato una spinta agli investimenti globali effettuati dagli investitori eurocentrici, in questa prima parte del 2025 ha fortemente detratto dalla performance (gli investimenti globali, sia sul fronte azionario che su quello obbligazionario, vedono una preponderanza di investimenti in attivi denominati in dollari e pertanto l'investitore eurocentrico, in presenza di un investimento globale non coperto dal rischio cambio, risente dell'andamento della valuta americana).

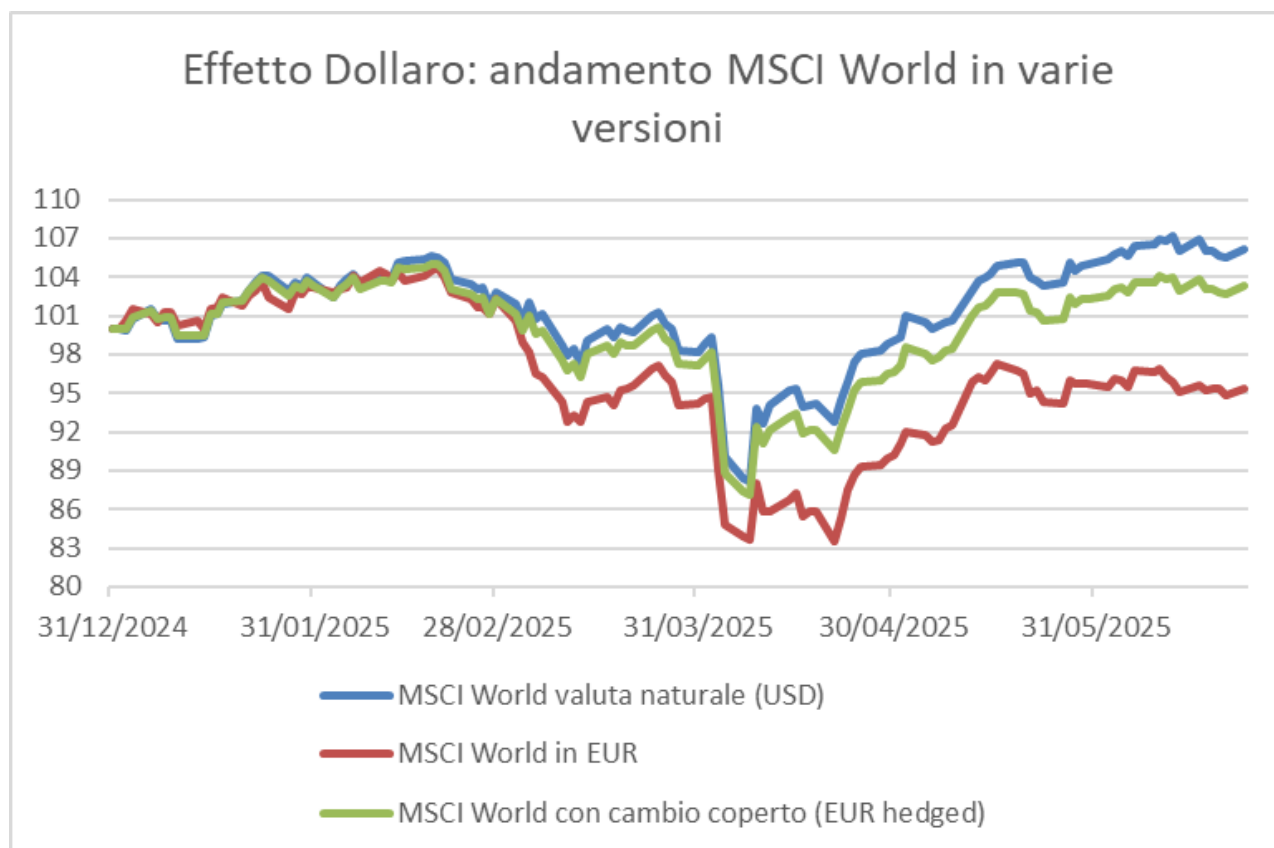


Grafico effetto dollaro: andamento indice MSCI World nella valuta naturale (USD), in EUR e nella versione con cambio coperto

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg da inizio 2025 al 23 giugno 2025. Dato ribasati a 100 ad inizio 2025.

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

Se escludiamo le mosse delle banche centrali, che erano comunque già pienamente scontate dai mercati finanziari, con la BCE che ha nuovamente abbassato il costo del denaro portando il tasso sui depositi al 2% e la FED che ha invece lasciato invariata la leva degli interessi nel range 4,25%-4,50% (immobilismo 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), l'ultimo periodo è stato ovviamente influenzato dal peggioramento della situazione medio-orientale, con l'attacco di

Israele, poi supportato dai bombardieri americani, all'Iran.

Il focus sulle tematiche belliche ha ovviamente distolto temporaneamente l'attenzione dalle politiche commerciali tema, quest'ultimo, che verosimilmente potrebbe riguadagnare il titolo di market mover nel prossimo periodo.

QUAL È LA CONDIZIONE DI SALUTE DELL'ECONOMIA GLOBALE?

Si continua a respirare una certa area di incertezza sul fronte macroeconomico, con una condizione di salute che non appare di certo malvagia ma nemmeno ottima. La sensazione è un po' quella di essere in un equilibrio instabile o quantomeno poco stabile. Tuttavia, questa sensazione ha probabilmente a che vedere con l'abitudine (o con l'assuefazione riprendendo il tema della parte iniziale dell'articolo) ad una situazione di relativa stabilità macroeconomica con la quale conviviamo ormai da oltre due decenni (grafico stabilità economica).



Grafico stabilità economica: deviazione standard su base rolling 20 anni della crescita del PIL americano pro capite

Fonte: Financial Times

Di sicuro, soprattutto a partire da quando la concentrazione dell'amministrazione americana tornerà ad essere rivolta più alle politiche sul commercio rispetto ai temi geopolitici, si potrà avere maggiore contezza circa la traiettoria futura delle principali variabili macroeconomiche.

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Ovviamente estrema attenzione andrà rivolta agli sviluppi dei conflitti che affliggono il globo, con un occhio di riguardo alla situazione mediorientale. Durante il mese di luglio, tornerà probabilmente alla ribalta il tema dei dazi e delle politiche protezionistiche in generale, con il Presidente americano che tenterà verosimilmente di riportare l'attenzione della propria base elettorale a tematiche più interne e sicuramente maggiormente sentite dalla pancia americana. In tal senso, si riuscirà forse a capire di più a che livello si assesteranno le tariffe medie applicate dagli USA sulle importazioni dal resto del mondo (grafico dazi e tariffe)

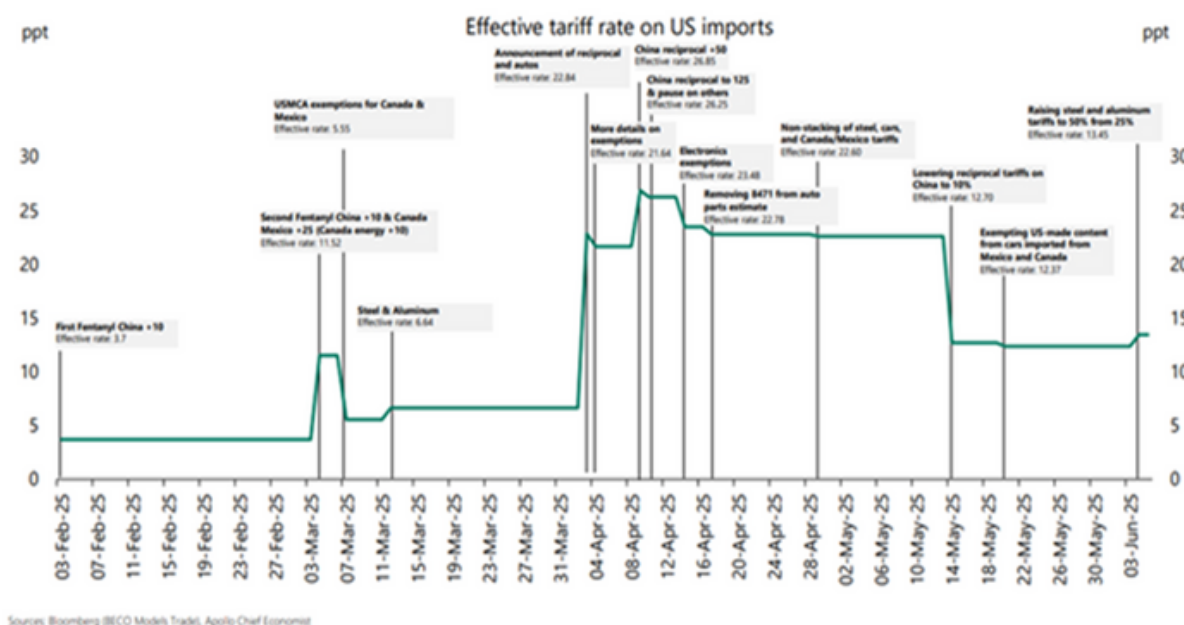


Grafico dazi e tariffe: percentuale effettiva dei dazi sulle importazioni americane calcolata sulla base degli annunci e degli ordini esecutivi dell'amministrazione americana

Fonte: Apollo

Durante il mese di luglio, inoltre, si riuscirà a capire meglio quello che sarà stato l'effetto dei primi annunci sui dazi sui conti societari, visto l'inizio della stagione della pubblicazione degli utili per il secondo trimestre. Sul fronte banche centrali, infine, sono attese le decisioni di BCE e FED, con una buona probabilità che entrambe le istituzioni non tocchino la leva dei tassi.

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	90 (78 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	86 (81 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	96 (87 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	97 (95 lo scorso mese)

Tabella valutazioni

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 27 giugno 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 deciso peggioramento rispetto allo scorso mese, lasciandoci in un contesto di valutazioni che, essendo ai livelli peggiori dell'ultima decade, non offrono assolutamente un adeguato margine di sicurezza per potere dormire sonni tranquilli e pertanto è indubbio come i mercati stiano considerando le attuali tensioni, sia sul fronte geopolitico che su quello del commercio globale, come soltanto passeggiare. Qualora così non dovesse essere, lo spazio di discesa delle principali classi di investimento appare ai livelli attuali piuttosto ampio.

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

Dopo i recenti rialzi messi a segno dai mercati finanziari, vale sicuramente la pena rimarcare quanto scritto lo scorso mese, ovvero che 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. In effetti, il comportamento dei mercati finanziari, negli ultimi anni, ha assunto sempre di più una conformazione che vede molto più spesso di un tempo momenti, magari di breve durata, ma estremamente volatili (grafico volatilità) e pertanto non si può di certo escludere che nel prossimo periodo ci troveremo dinnanzi ad uno di questi.

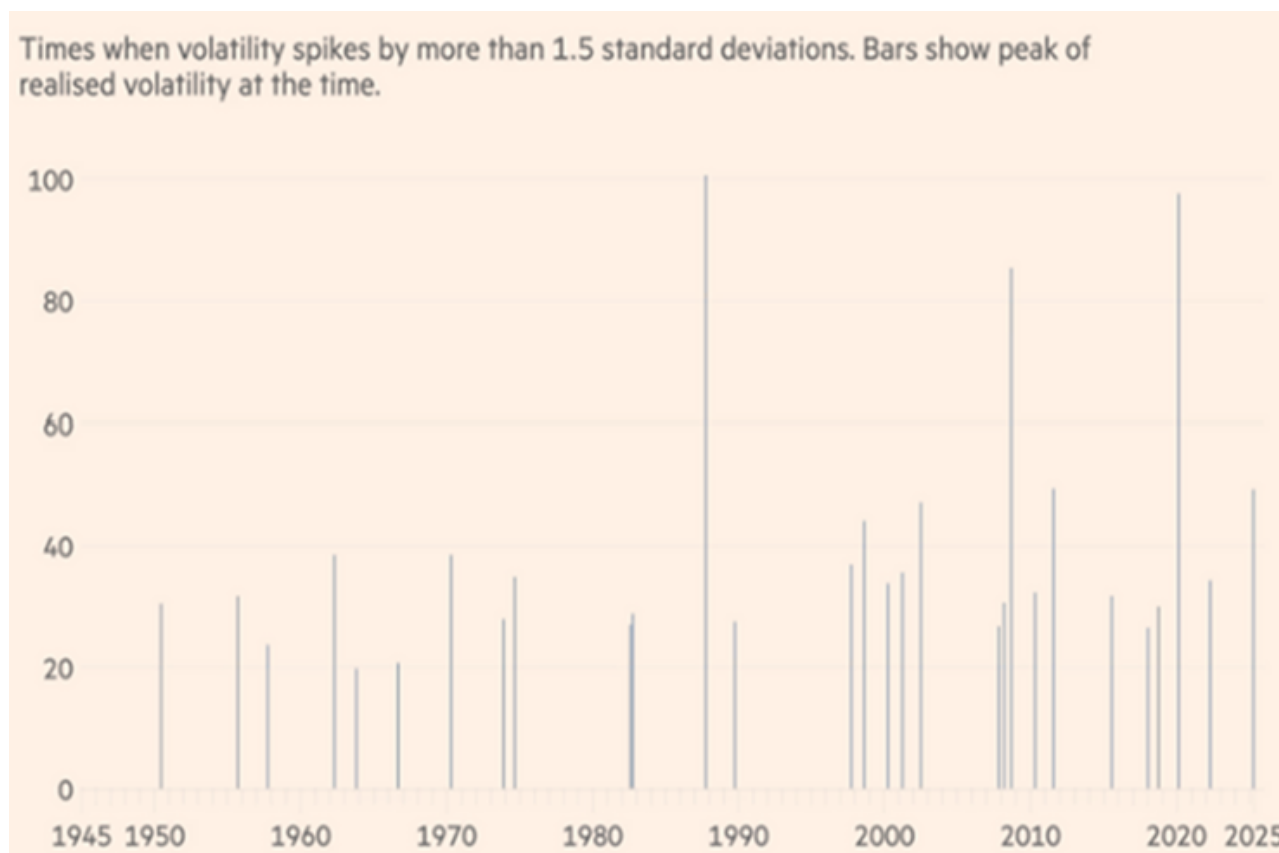


Grafico volatilità: le barre indicano le istanze in cui il mercato azionario americano ha visto rialzi di volatilità superiori ad 1,5 deviazioni standard. È evidente l'intensificazione di tali momenti a partire dai primi anni 2000.

Fonte: Financial Times

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 mantenerla sotto al peso stabilito in sede di asset allocation strategica;
- Diminuire l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito durante giornate particolarmente positive, con l'obiettivo di portarla mantenerla 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 sopra al peso stabilito in sede di asset allocation strategica.



Banca di San Marino®
Futuro da una vita