

# ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO  
**MENSILE**

a cura di

**Denis Manzi**

Chief Investment Officer BSM

## CONTINUA LA POSITIVITÀ SUI MERCATI

### *Segnali di esuberanza potrebbero rovinare la festa?*

Il lusso di potere aspettare e la preziosità del tempo. Oggigiorno, in un mondo che va sempre più veloce e che ci sobbarca continuamente di impulsi, stimoli e segnali, una delle cose più preziose, e troppo spesso sottovalutate, è il tempo. Tale concetto ha ovviamente elevata valenza un po' in tutti gli ambiti della vita, si pensi ad esempio, fermandoci un attimo a riflettere, quanta importanza – e che soddisfazione può portare – la possibilità di riuscire a destinare un po' più del proprio tempo alla famiglia, agli amici o semplicemente allo svolgimento dei propri hobby personali. Purtroppo, invece, la nostra natura di esseri umani, molto di frequente, ci lascia credere di avere continuamente necessità di fare qualcosa, di compiere una qualche azione che, se non compiuta, ci eviterà una qualche forma di gratificazione. È la cosiddetta Fear of Missing Out (FOMO), in italiano la paura di essere tagliati fuori, una forma cioè di ansia sociale caratterizzata dal timore di perdere qualcosa, un'esperienza o un'emozione che invece altri stanno vivendo, paura questa nei tempi moderni amplificata dall'utilizzo, spesso smodato, dei social media, che ci mostrano costantemente le attività e le esperienze (ma solo quelle positive, visto che difficilmente amiamo mostrare le nostre debolezze o nostri momenti bui) altrui. Tale dinamica, se possibile, viene espressa all'ennesima potenza sui mercati finanziari, specialmente oggigiorno quando, ognuno di noi, può tranquillamente monitorare (ed anzi, molte volte viene per di più incentivato a farlo) l'andamento dei propri investimenti finanziari, spesso in maniera compulsiva, credendo appunto che, se non facciamo nulla, perderemo sicuramente qualche opportunità!

Ma la colpa non è tutta la nostra. Infatti, come potrebbe essere diversamente, se ogni volta che accendiamo la televisione o consultiamo qualche pagina web apprendiamo, magari che "Il Presidente Americano ha affermato che...", "La Presidente della Commissione Europea ha detto...", "Putin ha dichiarato che..." e chi più ne ha più ne metta, con l'ovvia convinzione che tali eventi avranno sicuramente un qualche effetto sulle attività finanziarie da noi possedute o che potremmo possedere.

Il più delle volte, tuttavia, questa nostra paura di essere tagliati fuori porta più danni che benefici, di sicuro dal punto di vista psicologico (visto che, come scritto in precedenza, potremmo sicuramente dedicare maggior tempo di qualità alle cose veramente importanti e piacevoli della vita) ma, molto spesso, tale atteggiamento è dannoso anche dal punto di vista finanziario.

Questi primi sette mesi del 2025 sono in tal senso decisamente istruttivi. Si pensi, per ipotesi, a due differenti tipologie di persone, entrambe eurocentriche, interessate solamente ad un investimento azionario globale ed un orizzonte temporale lungo ma con l'unica differenza che la prima persona consulta quotidianamente l'andamento del proprio investimento, mentre la seconda persona (visto anche l'orizzonte temporale lungo) lo fa ogni 6 mesi. La prospettiva per la coppia di investitori è riportata nei grafici investitore 1 ed investitore 2.

## Grafico investitore 1: una prospettiva di alti e bassi



*Grafico investitore 1: la prospettiva ad oggi dell'investitore che ha osservato quotidianamente l'andamento del proprio investimento*

*Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg ribasati a 100 ad inizio anno (indice MSCI world in EUR) al 28 luglio 2025.*



*Grafico investitore 2: la prospettiva ad oggi dell'investitore che ha osservato ogni 6 mesi l'andamento del proprio investimento*

*Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg ribasati a 100 ad inizio anno (indice MSCI world in EUR) al 28 luglio 2025*

Ora, durante il periodo, è più probabile che l'ansia di dovere fare qualcosa (comprare? vendere?) l'abbia avuta l'investitore 1 o l'investitore 2? Ovviamente la probabilità maggiore va assegnata all'investitore 1 che magari, durante il mese di aprile, nel bel mezzo della fase di turbolenza innescata dal caos sull'avvento delle politiche protezionistiche di stampo americano, potrebbe avere avuto l'idea di liquidare la posizione con l'intento - perché si sa, tutti pensiamo troppo spesso, molte volte erroneamente, di essere i più furbi o i più bravi della comitiva - di riacquistare le posizioni a prezzi ancora più bassi. Vi garantisco che, e lo dico per esperienza empirica,

la stragrande maggioranza di chi agisce in questo modo finisce per avere risultati peggiori di chi, come l'investitore 2 del nostro caso di scuola, ragiona ed agisce in maniera più razionale. Ovviamente l'esempio di cui si è scritto sopra va correttamente contestualizzato, tenendo sempre in presente che, nel mondo degli investimenti finanziari, esistono generalmente tre tipologie di soggetti che negoziano attività finanziarie (l'investitore, lo speculatore e lo scommettitore) e vale sempre la pena specificare che tutte le analisi che noi scriviamo hanno come riferimento solo una di queste tipologie, ovvero quella dell'investitore (la definizione di investimento è in effetti una operazione che, sulla base di un'accurata analisi, promette una sorta di garanzia di restituzione di quanto investito oltre ad un tasso di rendimento coerente con il rischio incorso). "Lo speculatore", invece, agisce su basi puramente quantitative (in sostanza, per lo speculatore, negoziare uno strumento finanziario azionario o un sacco di mais, poco cambia) e "lo scommettitore" agisce solamente di pancia, sulla base del proprio istinto e delle proprie sensazioni (per lo scommettitore, risulta sostanzialmente indifferente puntare dei soldi su uno strumento finanziario o su una corsa di cavalli). Tutto questo, tuttavia, e vale la pena specificarlo per onestà intellettuale, non vieta che in determinati contesti lo speculatore o lo scommettitore possano avere risultati migliori dell'investitore, ma quello che è certo è che l'investitore, se ha operato su basi razionali, non subirà mai danni irreparabili sia alle proprie coronarie sia alla propria salute finanziaria!

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

Il mese di luglio ha visto la prosecuzione della fase positiva sui mercati finanziari (tabella performance), che si sono mossi in un contesto di bassissima volatilità e di quasi letargia (grafico oscillazioni).

| Asset Class                                | Performance % mese di luglio in valuta locale | Performance % anno 2025 in valuta locale | Performance % anno 2024 in valuta locale |
|--------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------|
| Azionario Americano                        | 2.17%                                         | 7.78%                                    | 23.31%                                   |
| Azionario Europeo                          | 0.31%                                         | 8.66%                                    | 8.28%                                    |
| Azionario Mercati Emergenti                | 1.67%                                         | 15.60%                                   | 5.05%                                    |
| Obbligazionario Investment Grade Americano | -0.26%                                        | 3.75%                                    | 1.25%                                    |
| Obbligazionario Investment Grade Europeo   | 0.01%                                         | 0.85%                                    | 2.63%                                    |
| Obbligazionario globale High Yield         | 0.38%                                         | 7.23%                                    | 9.19%                                    |
| Obbligazionari mercati emergenti aggregato | 0.92%                                         | 5.90%                                    | 6.58%                                    |

Tabella performance

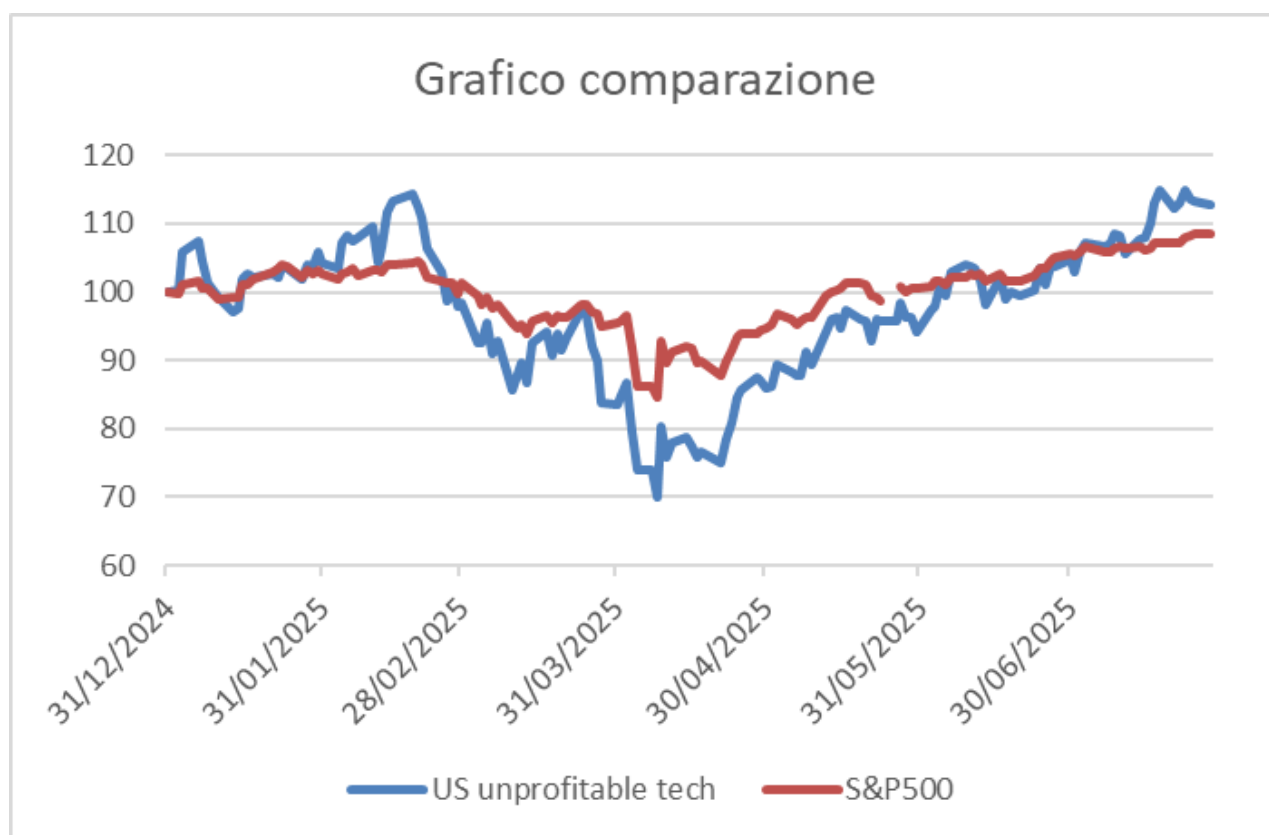
Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg. Price return per indici azionari, total return per indici obbligazionari.



Grafico concentrazione: quasi il 40% della capitalizzazione di mercato dell'indice S&P500 è composta dalle prime 10 società, contro poco sopra il 25% degli utili prodotti

Fonte: Apollo

Rimanendo in tema di esuberanza, notiamo come in effetti le aziende non profittevoli attive nel settore tecnologico americano stiano sovraperformando da inizio anno l'indice azionario generale (grafico comparazione).

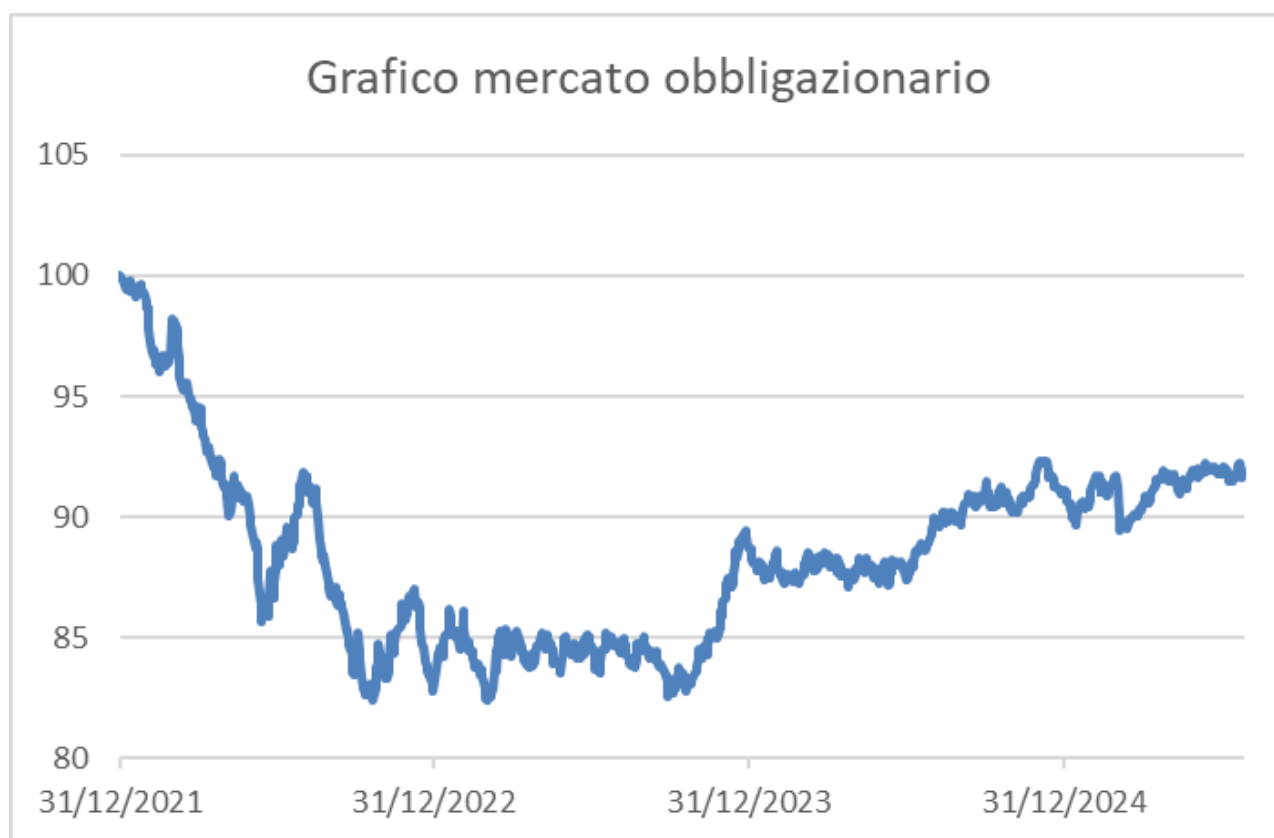


*Grafico comparazione: performance dell'indice US unprofitable tech, che contiene le aziende tecnologiche americane che non producono utili, raffrontata con quella dell'indice S&P500.*

*Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg da inizio 2025 al 28 luglio 2025*

Sebbene il gap di performance non sia al momento ancora particolarmente ampio, vale comunque la pena ricordarsi di come, storicamente, fasi di sovraperformance di azioni dai fondamentali non solidi (segno appunto, questo, di forme di esuberanza) sono state seguite da contesti di mercato anche particolarmente negativi.

Volendo spendere qualche parola anche sul mercato obbligazionario, sebbene le performance dell'ultimo periodo abbiano continuato il trend positivo iniziato nel 2023, non sono ancora state sanate le ferite provocate dal brutale 2022 (grafico mercato obbligazionario).



*Grafico mercato obbligazionario: performance total return del mercato obbligazionario investment grade area euro*

*Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg (indice Euro-Aggregate), dal 1° gennaio 2022 al 28 luglio 2025.*

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

protezionistiche americane, con gli USA che sembrano avere trovato un "accordo" con diversi paesi e blocchi economici (tra i quali UE e Giappone) sull'imposizione di dazi, a livelli comunque inferiori rispetto a quelli più volte paventati. Ad ogni modo, in considerazione dell'erraticità dimostrata dal Presidente USA, non si può di certo essere sicuri che non ci saranno ripensamenti ulteriori in futuro. Lato banche centrali, quella dell'eurozona ha lasciato invariati i tassi di riferimento nel range 2%-2,40%, così come quella americana che, nonostante due dissensi all'interno del comitato di politica monetaria e delle pressioni del presidente Trump per un taglio, ha mantenuto invariati i tassi di interesse nel range 4,25%-4,5%.

Sul fronte geopolitico, invece, dopo l'aumento delle tensioni registratosi durante il mese di giugno, l'ultimo mese ha visto il ritorno di un po' più di "tranquillità".

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

Gli ultimi dati macroeconomici stanno mostrando una buona resilienza, come dimostrato dalla pubblicazione dei dati sulla crescita del PIL per il secondo trimestre, che ha visto l'area euro crescere del +1,4% rispetto al medesimo periodo dell'anno scorso e l'America crescere del +3% annualizzato rispetto al primo trimestre 2025.

Anche i risultati aziendali del secondo trimestre hanno mostrato una condizione di salute del mondo corporate tutto sommato buona, con una discreta crescita, a livello complessivo, sia dei ricavi che degli utili.

Tuttavia, si continua ancora a respirare una certa area di incertezza sul fronte macroeconomico, se non altro in quanto risulta ancora complicato discernere quelli che saranno gli effetti, da un lato della nuova riforma fiscale americana (il "big, beautiful bill" utilizzando le parole di Trump) che secondo stime ufficiali dovrebbe aumentare il già importante deficit di bilancio governativo USA di 2,8 trilioni di dollari entro il 2034, e dall'altro lato dei nuovi dazi attualmente in corso di definizione. Su quest'ultima tematica, interessante monitorare il dato relativo agli incassi mensili che gli USA ottengono relativamente all'imposizione di dazi e tariffe (grafico ricavi da dazi e tariffe).

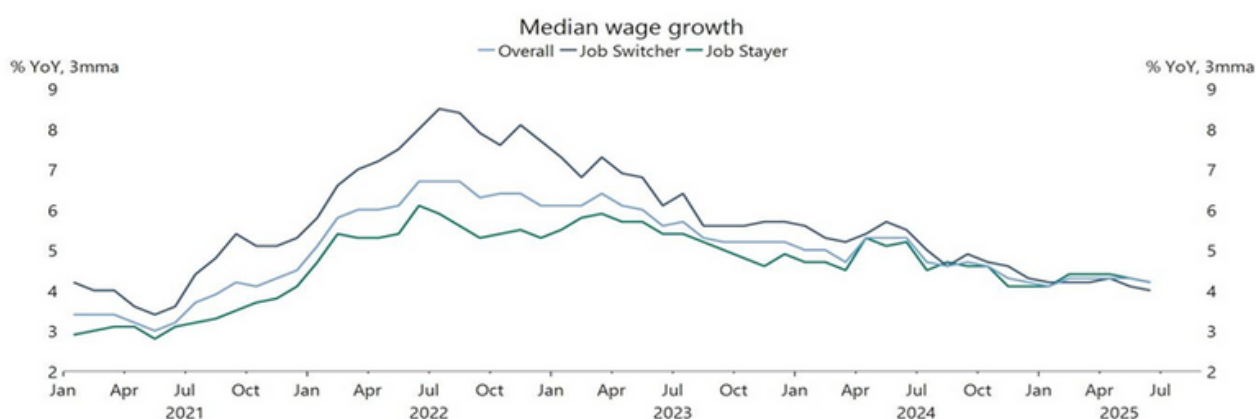


*Grafico ricavi da dazi e tariffe: ammontare incassato dagli USA mensilmente tramite l'imposizione di dazi e tariffe.*

*Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg, aggiornati a fine giugno 2025.*

La situazione di incertezza è suffragata, almeno in parte, anche dal mercato del lavoro, con l'aumento salariale ottenuto da "chi non cambia posto di lavoro" superiore all'aumento salariale ottenuto da "chi cambia posto di lavoro" (grafico job switcher and job stayer). Infatti, quando il mercato del lavoro è frizzante, l'aumento salariale di chi cambia lavoro è superiore a quello di chi mantiene lo stesso posto di lavoro, e viceversa.

## Wage growth for job switchers now lower than wage growth for job stayers



*Grafico job switcher and job stayer: crescita salariale di chi cambia posto di lavoro e di chi non lo cambia*

*Fonte: Apollo*

## 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 agosto, continuerà a tenere inoltre banco il tema dei dazi e delle politiche protezionistiche in generale, mentre non sono attese decisioni da parte delle principali banche centrali; banche centrali che tuttavia saranno attenzionate nelle giornate tra il 21 ed il 23 di agosto durante il classico evento organizzato dalla FED di Kansas City a Jackson Hole e che molto spesso ha visto annunciare importanti analisi e spunti per le future politiche monetarie.

## 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               | 93 (90 lo scorso mese)  |
| Obbligazionario EUR Investment Grade | Option Adjusted Spread vs. governativo | 95 (86 lo scorso mese)  |
| Obbligazionario Global High Yield    | Option Adjusted Spread vs. governativo | 100 (96 lo scorso mese) |
| Obbligazionario mercati emergenti    | Option Adjusted Spread vs. governativo | 100 (97 lo scorso mese) |

*Tabella valutazioni*

*Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 29 luglio 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.*

Ribadendo quanto scritto lo scorso mese, 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?**

È piuttosto ovvio come i mercati finanziari si trovino in una fase di decisa euforia, come dimostrato dal recupero a forma di V messo a segno dopo la negatività registrata durante il mese di aprile. In considerazione delle valutazioni non a buon mercato, della condizione, sulla maggior parte delle principali asset class di situazioni di ipercomprato e, perché no, anche per l'ingresso nella stagione dell'anno caratterizzata da minori volumi, con conseguente possibilità di spike di volatilità, crediamo opportuno seguire un approccio prudente, evitando di prendersi rischi scarsamente pagati.

Considerato il tutto a 360 gradi, per il prossimo periodo si consiglia quindi, tatticamente, 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 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.

Obiettivamente, se pur vero che il rendimento annuo offerto attualmente da soluzioni di liquidità potrebbe essere realizzato anche solo in una giornata di rally borsistico, non ci troviamo più nel periodo di tassi a zero o negativi e pertanto può valere la pena, in situazioni come quella attuale, non spingere troppo sul gas, visto che, come spiegato nella prima parte del commento, il nostro compito deve essere quello degli "investitori", lavoro ben diverso da quello degli "speculatori" e degli "scommettitori".

Concludendo, vale la pena spendere qualche parola sul Dollaro Americano, che nei confronti dell'euro ha perso parecchio valore (molto di più rispetto a quanto giustificato dal differenziale dei tassi) in questa prima parte dell'anno (grafico dollaro e differenziale tassi) e che, anche in considerazione del rinnovato appetito verso gli assets americani, potrebbe almeno in parte invertire la tendenza.

*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