

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

TASSI TROPPO ALTI O TROPPO BASSI?

Il difficile lavoro delle banche centrali

L'essere umano, di base, è un animale abitudinario, che tende a dare per scontate e per durature determinate dinamiche e situazioni. Molte volte, forse troppo spesso, e fatta eccezione per tematiche ovviamente di mero buon senso, non è comune domandarsi ad esempio da cosa e da dove derivi un dato status quo e, ancora meno comune, è chiedersi se talune tematiche potrebbero risultare migliori, più efficienti, se magari affrontate o gestite in modo diverso rispetto alla consuetudine.

Nel mondo attuale, caratterizzato da un contesto all'interno del quale qualunque persona si sente libera di parlare (a dire il vero, molto più spesso, sparlare e pontificare) su qualunque argomento più o meno tecnico, pur non possedendo indubbiamente competenze idonee a farlo, potrebbe quindi apparire quasi normale che, magari su qualche forum o su qualche social network, qualche personaggio, più o meno noto e più o meno competente in materia, lanci strali verso il Presidente della Federal Reserve, la banca centrale americana. Personalmente, infatti, anche sulla base di quanto scritto inizialmente, ovvero che, come esseri umani, siamo propensi ad abituarci ed a piegarci allo status quo senza porci troppe domande, non ci farei più di tanto caso se leggesti un post o una dichiarazione di un signor nessuno (signor nessuno inteso in questo caso come una persona normale senza particolari competenze di politica monetaria) con il seguente tenore: "Jerome troppo tardi" Powell, un idiota testardo, deve abbassare sostanzialmente i tassi di interesse, subito. Se continua a rifiutarsi, il consiglio direttivo dovrebbe assumere il controllo e fare ciò che tutti sanno deve essere fatto".

L'ingerenza della politica nelle decisioni delle banche centrali non è di certo cosa nuova ma nell'ultimo periodo si è assistito, a dire il vero prevalentemente in America, ad un mutamento delle modalità di intromissione che, diventando sempre più aggressive e per certi versi anche scomposte, rischiano di minare profondamente il principio di indipendenza delle banche centrali dalla politica, conquistato nel corso degli anni e prevalentemente dopo lo shock inflazionistico degli anni '70, che ha consentito alle principali economie dei paesi sviluppati di godere di una crescita economica generalmente positiva e soprattutto di un andamento dei prezzi mediamente ancorato a livelli considerati fisiologici (grafico tasso di indipendenza banche centrali).

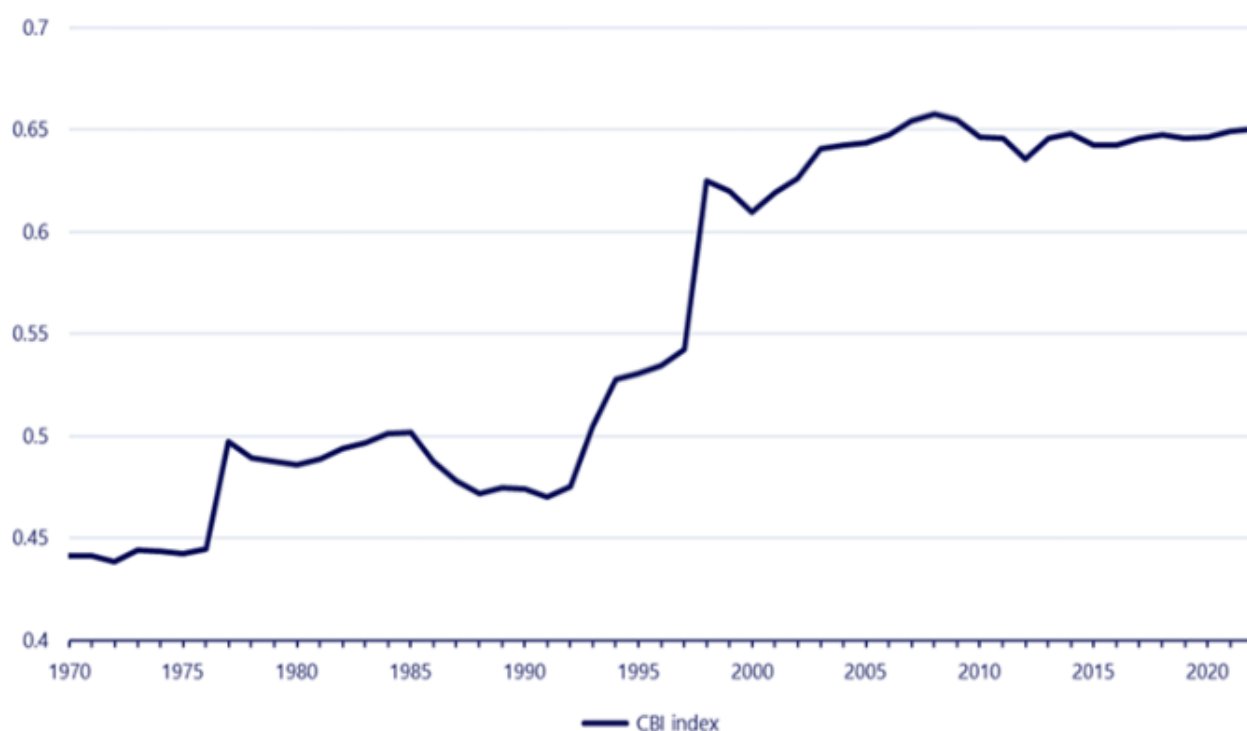


Grafico tasso di indipendenza banche centrali: tasso di indipendenza (valori da 0 a 1) delle banche centrali dei paesi sviluppati

Fonte: Council of Economic Advisers USA

Sebbene infatti ogni banca centrale abbia un proprio mandato specifico, l'obiettivo primario delle principali banche centrali è la stabilità dei prezzi (controllo dell'inflazione), spesso accompagnato, per legge, da un obiettivo di piena occupazione (la banca centrale americana ha in effetti questi due obiettivi, mentre quella europea ha solamente quello della stabilità dei prezzi). Altri obiettivi, che hanno assunto maggiore importanza negli ultimi anni, includono il mantenimento della stabilità finanziaria e il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

Ma perché l'indipendenza della banca centrale dalla politica è considerato un principio così importante? Il concetto è tutto sommato estremamente semplice, visto che vigilando sulla stabilità dei prezzi le banche centrali creano i presupposti per un'economia solida e stabile. Se i governi infatti esercitassero un controllo diretto sulle banche centrali, potrebbero cercare di modificare i tassi di interesse in funzione dei propri obiettivi (solitamente di breve o brevissimo termine, magari in periodi di campagna elettorale), per indurre una forte crescita economica nel breve termine o per finanziare misure popolari con moneta di banca centrale. Questo avrebbe, a lungo andare, gravi ripercussioni sull'economia ed un disancoraggio dell'inflazione, che comporterebbe problematiche di non poco conto alla popolazione nel suo insieme.

Sebbene le banche centrali non siano sempre riuscite a centrare i propri obiettivi, commettendo a volte anche degli errori (si pensi per esempio alla fiammata inflazionistica del 2022-2023, sicuramente aiutata anche dall'aver lasciato i tassi di interesse troppo bassi troppo a lungo), quel che è certo è che una maggior influenza della politica sulle decisioni delle banche centrali potrebbe solamente peggiorare le cose, rendendo sempre più spuntate le armi delle banche centrali. Sebbene le modalità del Presidente Trump di interfacciarsi con le diverse istituzioni democratiche non siano decisamente "mainstream" e propriamente consone ad un contesto civile e democratico, la sensazione è che dovremo abituarci (o forse ci siamo già abituati) ad assistere sempre più di frequente, non solo negli USA, a prese di posizione di questo tipo e quindi probabilmente vale la pena ignorare la forma per concentrarsi di più sulla sostanza, che nel nostro caso è rappresentata dal livello dei tassi di interesse.

Sono veramente troppo alti?

Da un punto di vista teorico, i tassi di interesse a breve termine, ovvero quelli decisi dalle banche centrali, al fine di non distorcere l'attività economica dovrebbero essere posti, in una situazione di stabilità economica (output gap non presente) e di stabilità inflattiva (inflazione in linea al target) ad un livello neutrale, ovvero a quel livello che non stimola e non frena l'economia. Situazioni di inflazione sopra target (o sotto target) richiederebbero alla banca centrale di portare i tassi di interesse sopra (sotto) al livello neutrale ed allo stesso modo, situazioni di output gap negativo (positivo) richiederebbero alla banca centrale di portare i tassi interesse sotto (sopra) al livello neutrale. Sebbene esistano diverse formule per stimare per l'appunto il livello corretto dei tassi di interesse, una delle più conosciute è quella di Taylor, che prende appunto il nome dall'economista John Taylor che l'ha sviluppata. Utilizzando tale formula, risulta che in realtà i tassi di interesse sia negli USA (grafico tassi USA) sia in Eurozona (grafico tassi Eurozona) si trovino a livelli leggermente inferiori, sebbene di pochissimo, rispetto a quelli giustificati dai fondamentali economici.

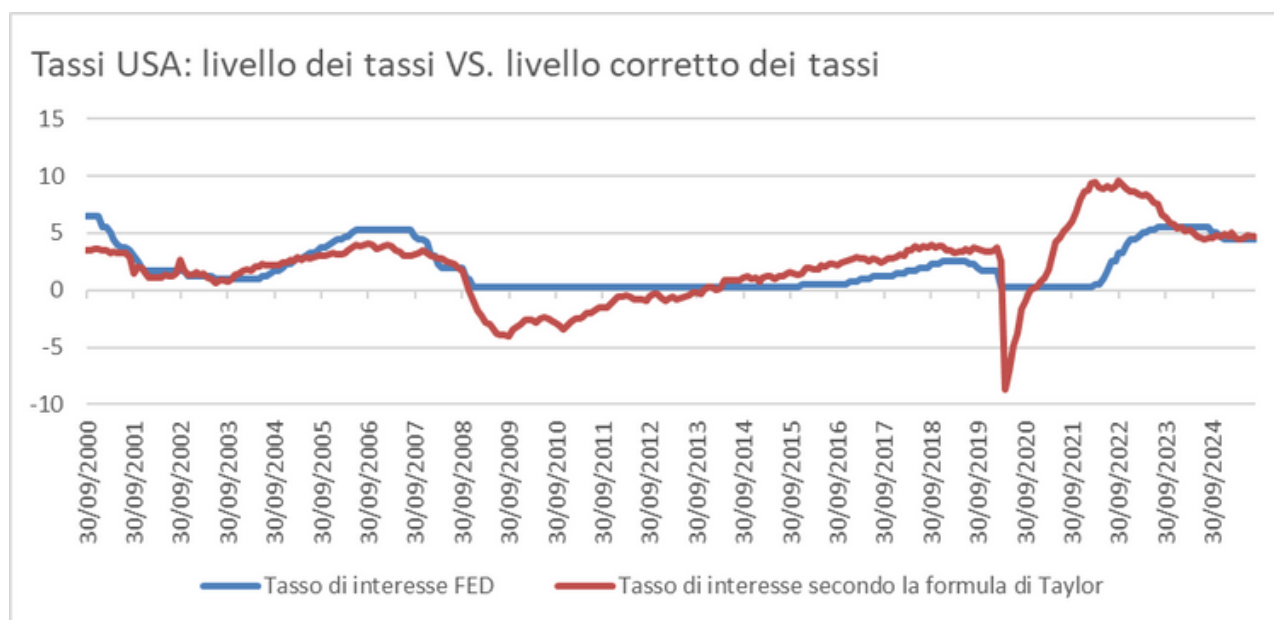


Grafico tassi USA: livello attuale dei tassi di interesse (linea blu) e livello corretto dei tassi di interesse secondo la Taylor Rule.

Fonte: elaborazione BSM applicando la regola di Taylor. Principali variabili utilizzate: tasso di interesse reale neutrale=0,78%, Livello della disoccupazione neutrale=5%, target inflazione=2%.



Grafico tassi Eurozona: livello attuale dei tassi di interesse (linea blu) e livello corretto dei tassi di interesse secondo la Taylor Rule.

Fonte: elaborazione BSM applicando la regola di Taylor. Principali variabili utilizzate: tasso di interesse reale neutrale=0,5%, Livello della disoccupazione neutrale=6%, target inflazione=2%.

Le analisi ci mostrano quindi come sia la banca centrale americana che quella europea stiano al momento adottando una politica monetaria conforme ai propri obiettivi ed alla condizione macroeconomica delle rispettive aree geografiche, ma siamo ad ogni modo sicuri che il Presidente Trump (che ovviamente siamo sicuri non leggerà questo pezzo 😊) continuerà a richiedere a gran voce tassi di interesse sempre più bassi, se non altro sino alla prossima fiammata inflazionistica! Ma come scrivevamo nell'incipit del pezzo, la nostra natura di essere umano è una quasi certa garanzia che fra non molto non ci faremo nemmeno più caso!

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

Il mese di agosto, caratterizzato dalla consueta rarefazione dei volumi classica del periodo estivo per eccellenza, ha visto la prosecuzione della fase positiva sui mercati finanziari (tabella performance), con movimenti positivi su tutte le principali asset class che, dopo una breve fase di incertezza registrata nella prima parte della seconda metà del mese, sono stati rincuorati dalle parole del Presidente della FED Jerome Powell, che ha sostanzialmente annunciato che è verosimile un taglio dei tassi di interesse già a settembre e che in effetti il mercato prezza già (grafico aspettative tassi FED).

Asset Class	Performance % mese di agosto in valuta locale	Performance % anno 2025 in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale
Azionario Americano	1.91%	9.84%	23.31%
Azionario Europeo	0.60%	9.31%	8.28%
Azionario Mercati Emergenti	1.22%	17.01%	5.05%
Obbligazionario Investment Grade Americano	1.20%	4.99%	1.25%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	-0.20%	0.64%	2.63%
Obbligazionario globale High Yield	1.53%	8.88%	9.19%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	1.33%	7.32%	6.58%

Tabella performance

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

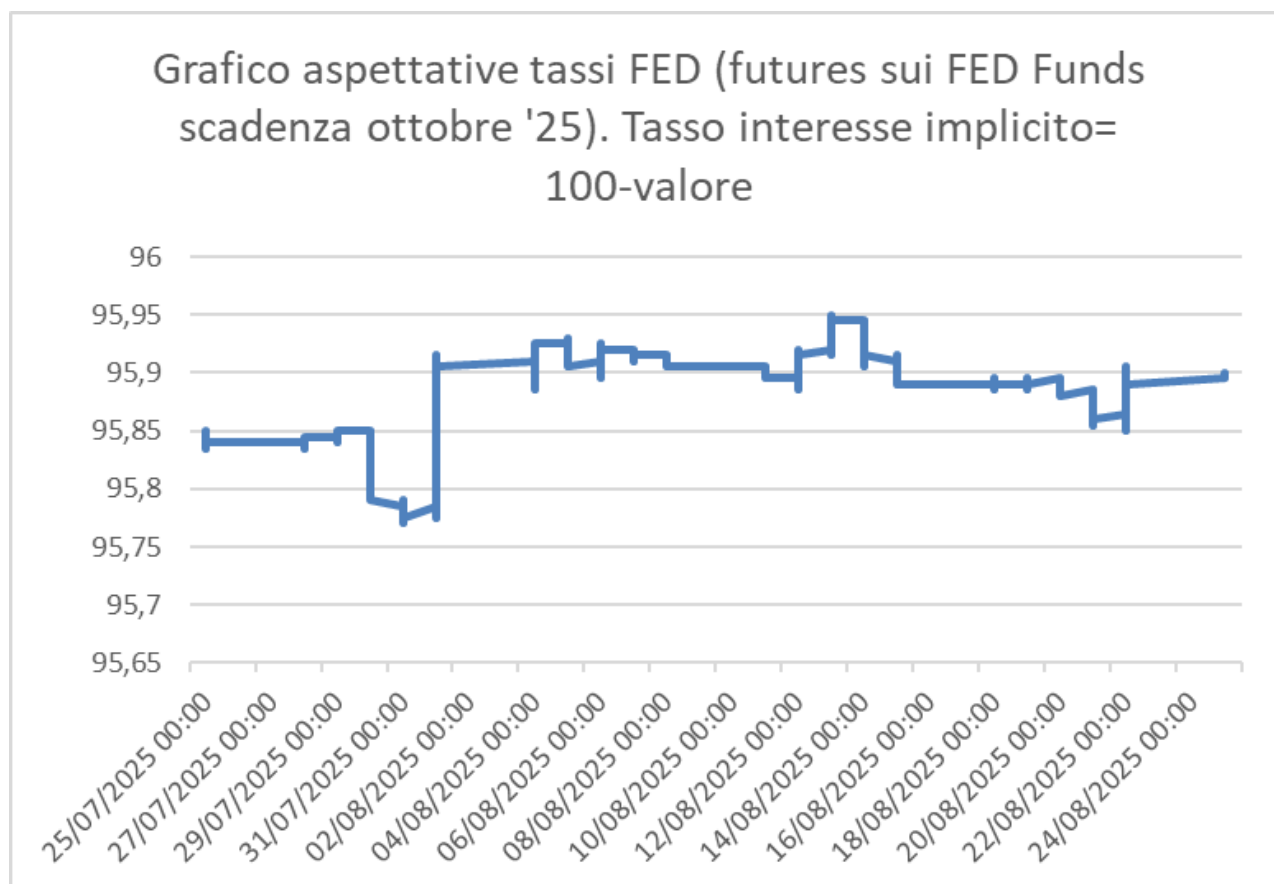


Tabella performance

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

In tale contesto di oggettiva esuberanza, degno di nota il ritracciamento degli spread di credito sui mercati obbligazionari, che sono ora ai minimi storici sia sul segmento Investment Grade (grafico spread Investment Grade) che su quello High Yield (grafico spread High Yield).

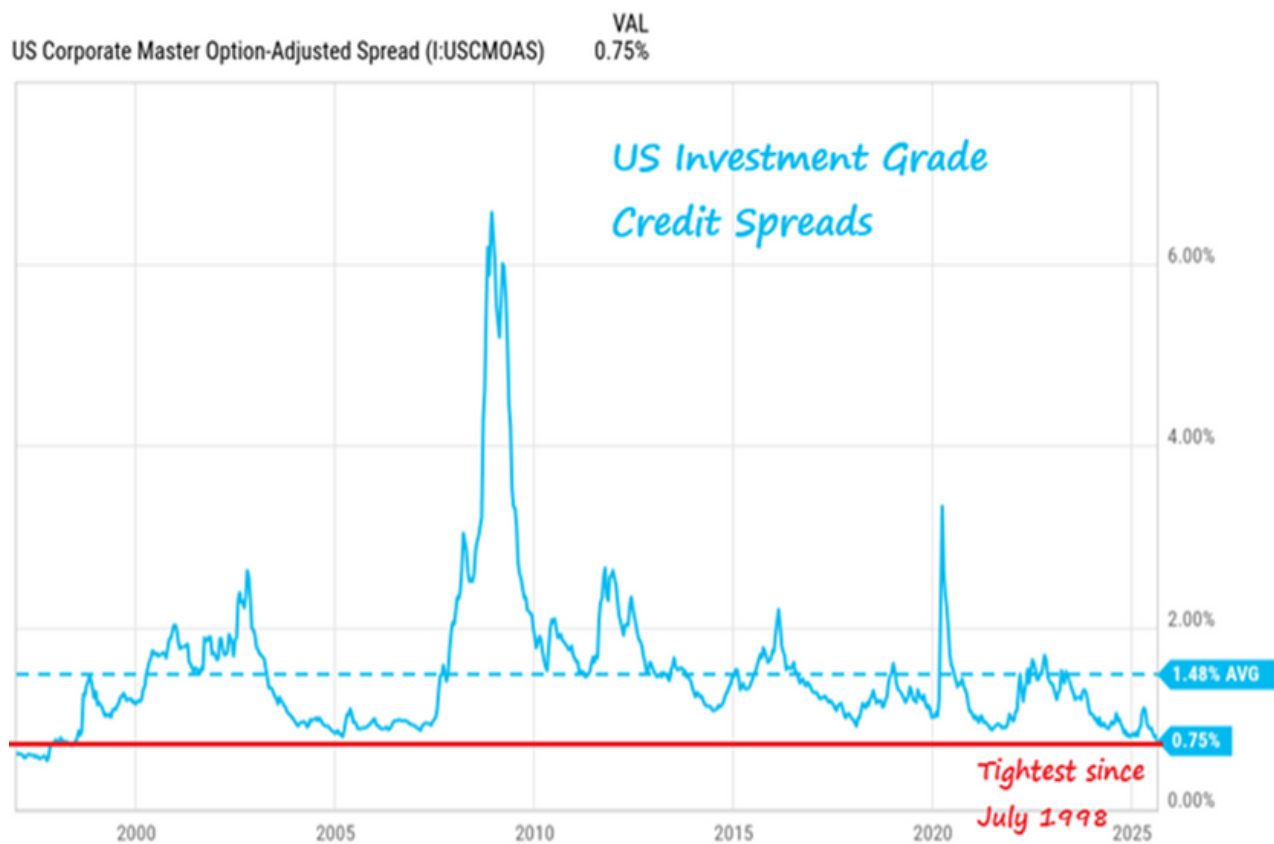


Grafico spread investment grade: OAS dell'indice US corporate Master, rappresentativo del mondo obbligazionario investment grade
Fonte: Charlie Bilello

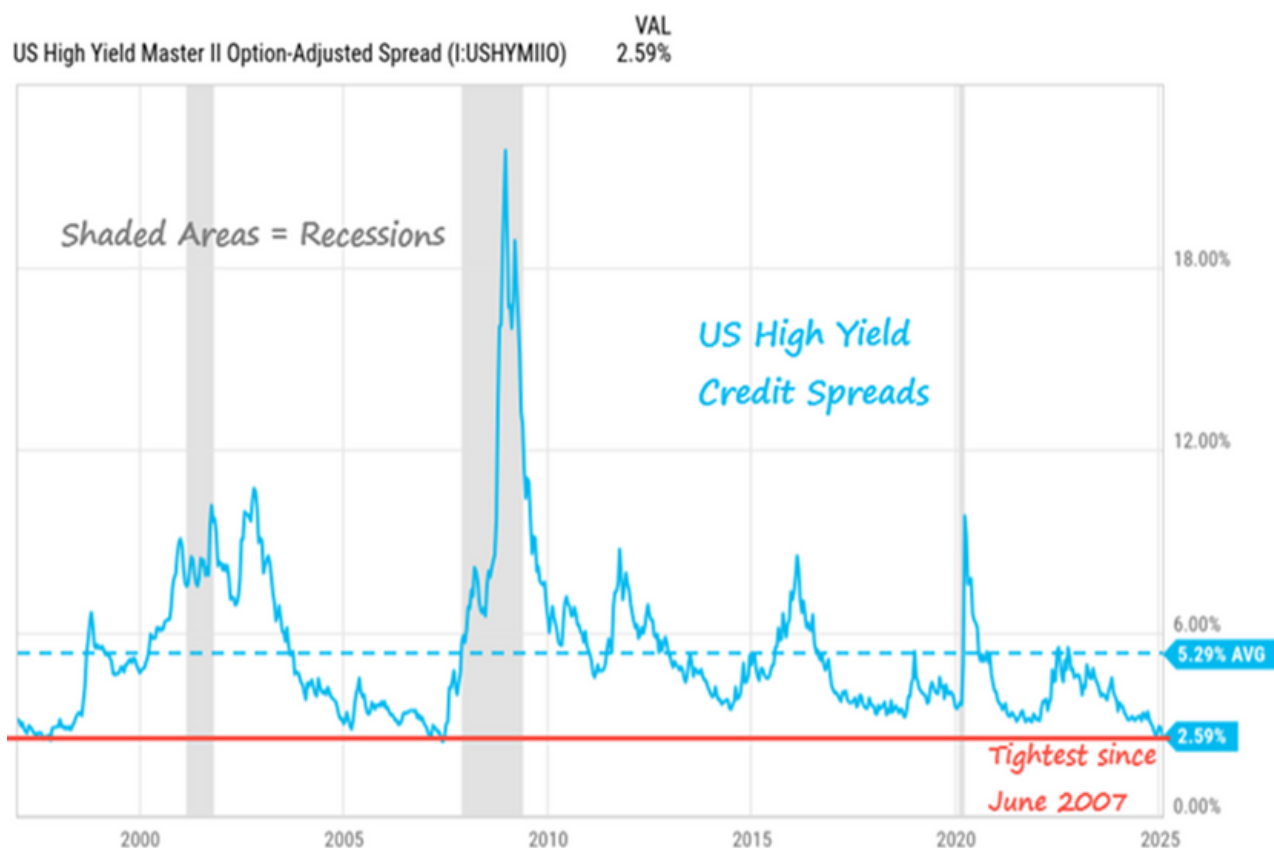


Grafico spread High Yield: OAS dell'indice US corporate Master, rappresentativo del mondo obbligazionario investment grade

Fonte: Charlie Bilello

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

Durante il mese di agosto sono stati compiuti passi avanti sul fronte geopolitico, più nello specifico su quello ucraino, con la riunione tra il Presidente Trump ed il Presidente Putin in Alaska ed il successivo incontro tra Trump, il Presidente Zelensky ed i leader europei. Sebbene non sia stata trovata una quadra, di sicuro gli incontri hanno creato delle aspettative, che però solo il tempo potrà dire se porteranno ad una soluzione, magari solo parziale, del conflitto che dura ormai da 3 anni e mezzo. Sul fronte delle banche centrali, in assenza di riunioni di politica monetaria per quanto concerne sia BCE che FED, a tenere banco è stato il classico simposio di Jackson Hole, durante il quale il Presidente della banca centrale americana Jerome Powell ha

fatto intendere come già dalla riunione di settembre potrebbe arrivare il primo taglio dei tassi. Nessuna novità di rilievo, invece, sul tema delle politiche commerciali. Dopo che durante il mese di luglio gli USA hanno trovato un accordo con alcuni dei principali partners commerciali, tra cui l'Unione Europea, rimane ora da capire quali saranno i rapporti e come verranno "regolamentati" gli scambi commerciali con la Cina, paese con il quale le trattative saranno sicuramente le più complesse.

QUAL È LA CONDIZIONE DI SALUTE DELL'ECONOMIA GLOBALE?

I dati macroeconomici continuano a mostrare una certa resilienza per le principali economie, con tuttavia livelli di inflazione che continuano a permanere a livelli di attenzione (grafico inflazione core) ed un mercato del lavoro che, soprattutto negli USA, sta mostrando qualche segnale di cedimento (grafico disoccupazione USA).

Grafico inflazione core

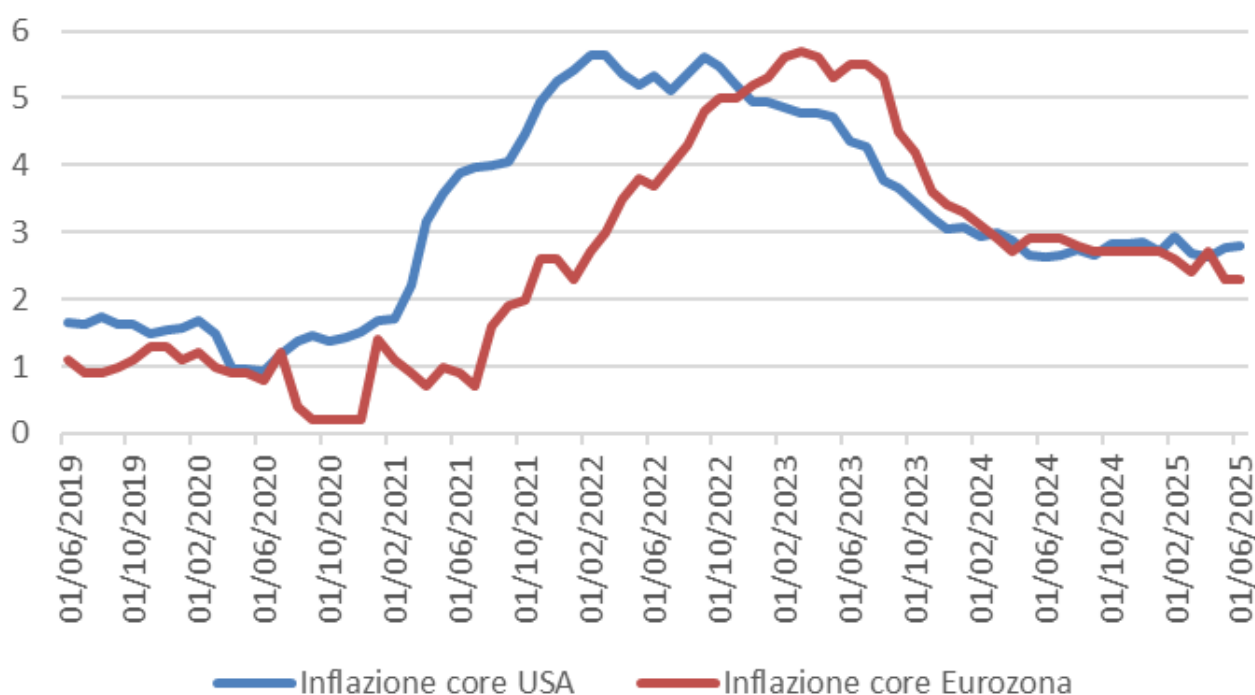


Grafico inflazione core: inflazione core (che esclude i prezzi delle componenti più volatili quali cibo fresco ed energia) di USA ed Eurozona

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

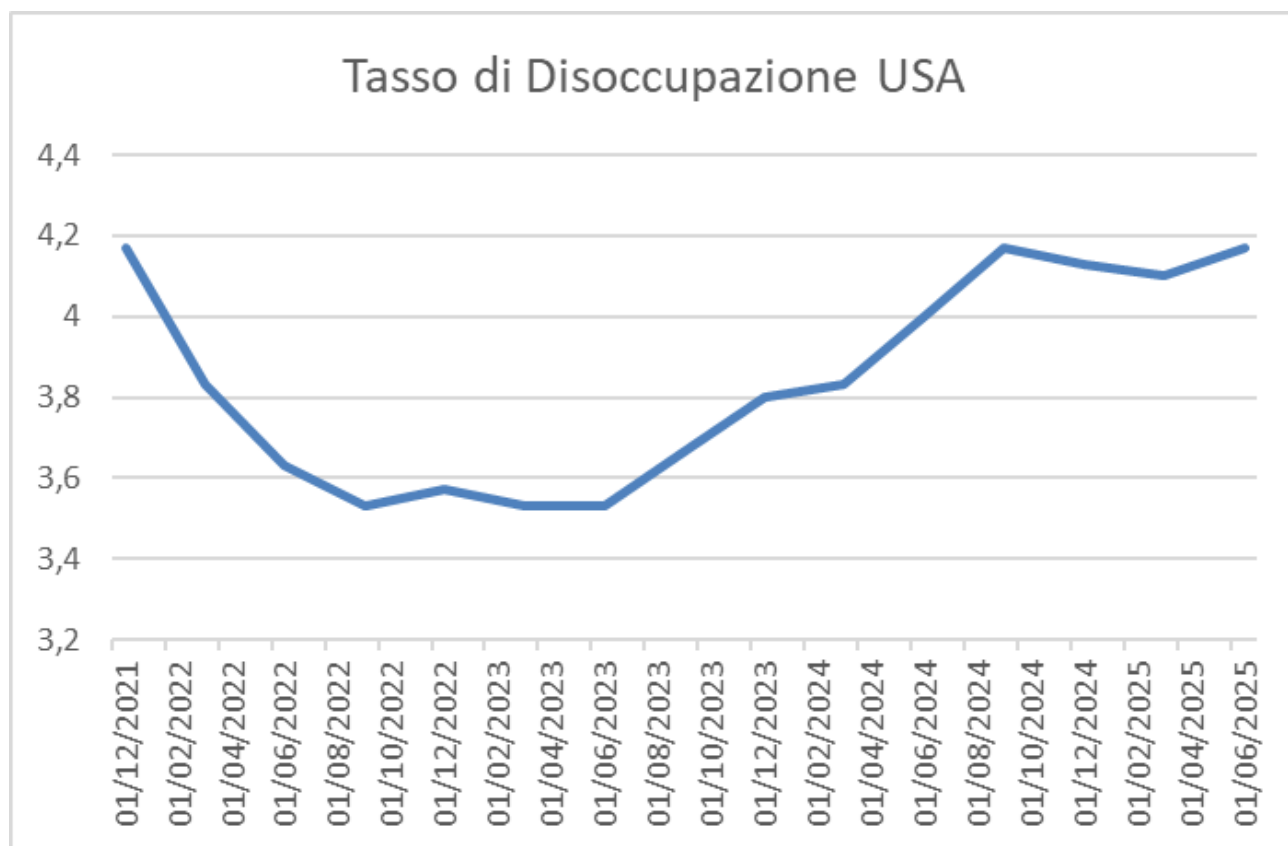


Grafico disoccupazione USA

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

Con gli effetti dei dazi americani ancora fortemente incerti ed una banca centrale che in un modo o nell'altro sembra indirizzata ad adottare una politica monetaria maggiormente espansiva, il rischio di rimanere invischianti in una situazione di inflazione elevata non è di certo basso. Per quanto riguarda in particolare il medio-lungo periodo, le politiche anti-immigrazione, che contribuiscono ad una diminuzione della forza lavoro, comporteranno una riduzione strutturale della crescita potenziale del PIL (calcolabile come somma della forza lavoro, dello stock di capitale quale impianti ed infrastrutture e della produttività) e quindi, in tal senso, al fine di potere mantenere una buona velocità di crociera, sarà fondamentale che gli enormi investimenti che il mondo corporate sta facendo sul settore dell'intelligenza artificiale ripaghino con un buon incremento della produttività.

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Durante il mese di settembre torneranno in cattedra le principali banche centrali, con la FED che potrebbe abbassare il giorno 17 il costo del denaro di 25 punti base e la BCE che il giorno 11 parrebbe invece orientata a mantenere i tassi invariati. Attenzione elevata continuerà inoltre ad essere rivolta al tema dei dazi e delle politiche protezionistiche, così come agli sviluppi sul fronte geopolitico, in special modo quello ucraino, con un possibile incontro tra Putin e Zelensky, che però appare ancora in forse.

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	91 (93 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	99 (95 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	100 (100 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	99 (100 lo scorso mese)

Tabella valutazioni

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 25 agosto 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 estremamente cari, 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?

I mercati possono rimanere irrazionali più di quanto tu possa rimare solvibile. Questa frase, attribuita all'economista John Maynard Keynes, è molto esemplificativa di come nel breve (ma anche nel medio periodo), il movimento dei mercati finanziari, sia al rialzo sia al ribasso, possa non essere affatto coerente né con i fondamentali né con le aspettative future. Proprio per questo, risulta sempre imprescindibile adottare un approccio robusto e consistente agli investimenti, evitando prese di posizione troppo forti e con rischio idiosincratico. Sebbene a chi scrive appaia alquanto ovvio come i mercati finanziari si trovino in una fase di decisa euforia, come dimostrato dalla price action degli ultimi mesi, non è da escludere che tale contesto possa durare ancora del tempo, se non altro fino a quando si paleserà un qualcosa, un trigger, che darà la scusa ai mercati per rifiatare.

Considerato il tutto a 360 gradi, per il prossimo periodo si ribadisce quanto consigliato il mese scorso, ovvero, 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.

Le soluzioni di liquidità continuano ad offrire rendimenti non disdicevoli e vicini ai livelli inflazionistici, sebbene in un contesto di tassi in diminuzione rispetto ai massimi visti durante il 2023 ed il 2024 e pertanto va evitata la smania di volere essere sempre fully invested su attivi più volatili che, allo stato attuale, non offrono un gran premio al rischio.

In tal senso, per chi ne ha la possibilità, e visti i livelli di volatilità implicita contenuta (che quindi rendono più a buon mercato il prezzo dello strumento) vale la pena mettere in piedi strategie opzionali di protezione o comunque strategie con convessità elevata.



Banca di San Marino®
Futuro da una vita