

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

SEMPLICE MA NON FACILE

Non tutto è così lineare come sembra

Nell'ultimo periodo, anche a causa - usando un eufemismo - dell'irruenza del Presidente americano Donald Trump, si è sentito molto spesso parlare di tassi di interesse, con il capo dell'amministrazione americana che ha più e più volte chiesto alla banca centrale americana di abbassare il costo del denaro, cosa poi effettivamente avveratasi durante l'ultima riunione di politica monetaria con un taglio dei tassi di riferimento di 25 punti base (anche se non per le pressioni di Trump, visto che, sino a prova contraria, la banca centrale americana rimane una istituzione indipendente). È in effetti parere abbastanza comune (quindi non solo di Trump), sia negli ambienti finanziari sia in quelli ordinari, che tassi di interesse bassi siano da considerarsi positivamente per quanto concerne l'andamento delle attività finanziarie e dell'economia nel suo complesso. Restando per un attimo negli ambienti non prettamente finanziari, è in effetti piuttosto comune ascoltare dichiarazioni di esponenti politici volte a "chiedere tassi più bassi" mentre difficilmente si assiste al contrario. Si pensi altresì a due dei principali attori economici, i privati e le imprese, che generalmente risultano, in un modo o nell'altro, debitori. Senza volere entrare troppo nel dettaglio - per ragioni di semplicità - non distinguendo quindi tra debitori o creditori netti e senza volere scendere nella distinzione tra tassi di interessi nominali e tassi di interessi reali, risulta abbastanza ovvio come anche per questi attori economici una riduzione dei tassi di interesse risulti, almeno all'apparenza, preferibile. Sebbene l'effetto dei tassi di interesse si riverberi un po' su tutte le variabili economiche che influenzano la salute finanziaria di imprese e cittadini comuni, per le imprese tassi più

bassi significano minori oneri finanziari e maggiore spinta ad investimenti, sia grazie alla possibilità di indebitarsi a tassi appunto inferiori sia al fatto che l'hurdle rate sugli investimenti diminuisce, e di conseguenza aumenti il valore attuale netto di detti investimenti. Discorso più o meno analogo per i privati, per i quali tassi di interesse più bassi corrispondono generalmente ad un minore esborso per ripagare i propri debiti, lasciando quindi spazio per una maggiore fetta di reddito da destinare ai consumi o a nuovi investimenti. Pertanto, visto l'effetto positivo di tassi di interesse più bassi sui "bilanci" dei due attori economici presi ad esempio, vien da sé che anche l'effetto aggregato sulla crescita economica risulti all'apparenza incontrovertibilmente positivo. Come ogni cosa positiva, tuttavia, vi è sempre il rovescio della medaglia. Infatti, una crescita effettiva che superi per lunghi periodi i livelli potenziali, va automaticamente a creare una situazione di ebollizione, foriera di livelli di inflazione in aumento, in un circolo che poi è facile diventi vizioso. Inoltre, tassi di interesse tenuti artificialmente bassi, fanno sì che nel contesto economico rimangano in vita le cosiddette aziende zombie, ovvero quelle aziende che fallirebbero se non fosse per i tassi così bassi e che, rimanendo invece in vita, vanno a creare molto spesso delle distorsioni di mercato portando nocimento anche alle aziende più sane e quindi infine danneggiando il contesto economico nel suo complesso. Tornando ora ad un ambiente più finanziario – all'interno del quale tassi bassi sono obiettivamente meglio accolti di tassi alti – vale la pena concentrarci – senza tuttavia, per ragioni di spazio, avere la presunzione di essere esaustivi – su tre delle principali classi di investimento, mercati azionari, mercati obbligazionari ed oro, per cercare di capire come mai la maggior parte degli operatori predilige un contesto di tassi di interesse contenuti. Partendo dai mercati obbligazionari, l'andamento dei tassi di interesse ha un effetto meccanico sul prezzo dei titoli di debito, con tassi in ribasso che comportano, a parità di altre condizioni, prezzi più alti e possibilità quindi di guadagni in conto capitale. L'oro, dal canto suo, non pagando flussi di cassa, beneficia di tassi di interesse più bassi in quanto chi lo acquista "rinuncia" a meno interessi rispetto ad una situazione di interessi più alti. L'azionario, infine, è influenzato dall'andamento dei tassi di interesse in più forme.

La prima forma di influenza, la più banale, è che il prezzo attuale di uno strumento finanziario di natura azionaria altro non è che la somma di tutti i flussi che si stima saranno pagati da tale investimento nel futuro, attualizzati ad un tasso di sconto (quindi, tanto più è basso il tasso di interesse al quale scontiamo i flussi di cassa, tanto più è alto il prezzo attuale). La seconda forma di influenza, invece, è quella dell'effetto sostituzione, nel senso che se i tassi di interesse sono più bassi, diminuisce la convenienza nell'investire sui mercati obbligazionari, con quindi flussi che si spostano sui mercati azionari. La terza forma di influenza, infine, ha più a che fare con i fondamentali aziendali in quanto tassi più bassi, stimolando l'economia e riducendo gli oneri finanziari aziendali, vanno ad aumentare l'utile prodotto dalle aziende ed ovviamente il prezzo delle azioni è dipendente dall'andamento degli utili. Quindi tutto bene giusto? Purtroppo, come anche scritto in precedenza, c'è sempre il rovescio della medaglia e qua tale rovescio è molto semplice da intuire. Infatti, tassi di interesse che rimangono per troppo tempo al di sotto di quelli neutrali (ovvero quei tassi che non sono né restrittivi né espansivi) contribuiscono al gonfiamento di bolle finanziarie, con prezzi che salgono eccessivamente discostandosi dai fondamentali sottostanti e dal valore intrinseco delle attività finanziarie. Sebbene la fase di gonfiamento delle bolle sia particolarmente piacevole da cavalcare, è un dato di fatto che lo sgonfiamento avviene poi repentinamente, causando contraccolpi notevoli. Prendendo in prestito una citazione di Warren Buffet, è solo quando la marea si abbassa che si capisce chi stesse nuotando nudo! Visto sia l'andamento economico attuale, tutto sommato positivo, che l'andamento delle principali attività finanziarie, anch'esso positivo ormai da tempo, verosimilmente non sarebbero quindi giustificati tassi di politica monetaria più bassi degli attuali, sia in America che in Europa, come anche analizzato nel nostro ultimo pezzo di analisi pubblicato il mese scorso, in quanto le bolle sono sempre dietro l'angolo, come illustra egregiamente il proliferare dei c.d. meme-coin, senza alcun utilità, se non quella di prestare il fianco alla speculazione (grafico fartcoin)



Grafico fartcoin: capitalizzazione in milioni di dollari di fartcoin (chi conosce l'inglese capirà il significato), una criptovaluta meme lanciata nel 2024 il cui scopo principale è combinare umorismo e cultura virale di Internet con l'impegno della comunità. La sua utilità è principalmente legata al suo aspetto ludico

Fonte: coinmarketcap.com

Concludendo, e rimanendo ovviamente in tema tassi di interesse, vale la pena verificare empiricamente se poi, alla prova dei fatti, i mercati finanziari performano effettivamente meglio nei periodi successivi a diminuzione dei tassi rispetto ai periodi successivi ad aumenti dei tassi (Grafico dopo tagli e grafico dopo aumenti).

S&P 500 Forward Total Returns (October 1982 - September 2025)

■ Following Fed Rate Cuts ■ Following All Time Periods

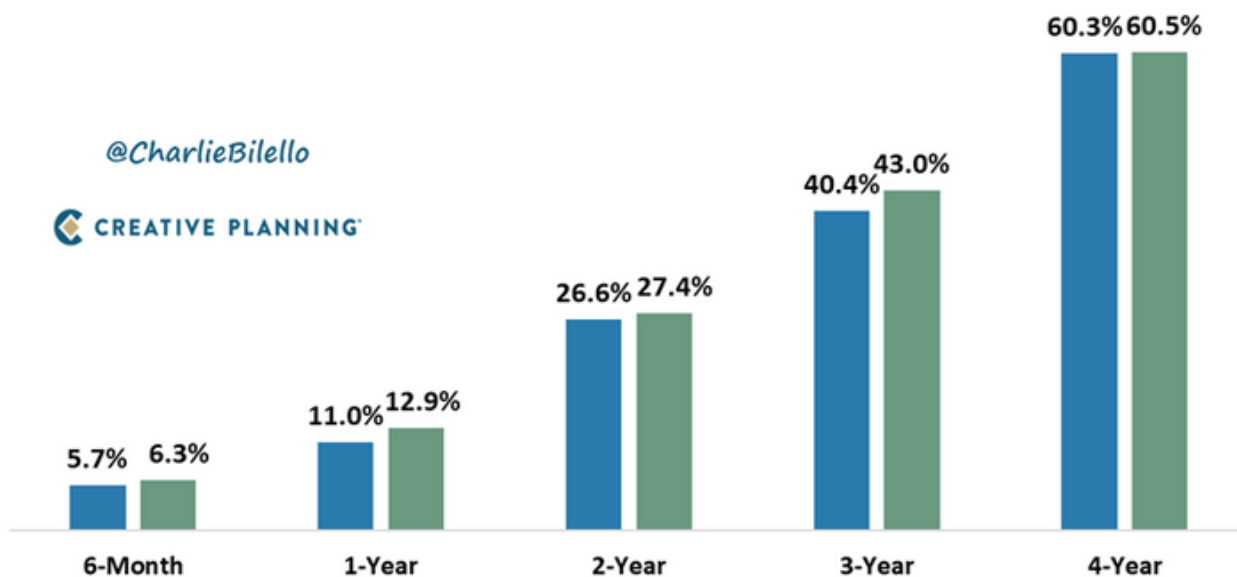


Grafico dopo tagli: performance media dell'indice S&P500 nei periodi successivi a tagli dei tassi di interesse rispetto alla performance media in tutti gli altri periodi.

Fonte: Charlie Bilello

S&P 500 Forward Total Returns
(Data via YCharts/Federal Reserve: October 1982 - September 2025)

■ Following Fed Rate Hikes ■ Following Fed Rate Cuts

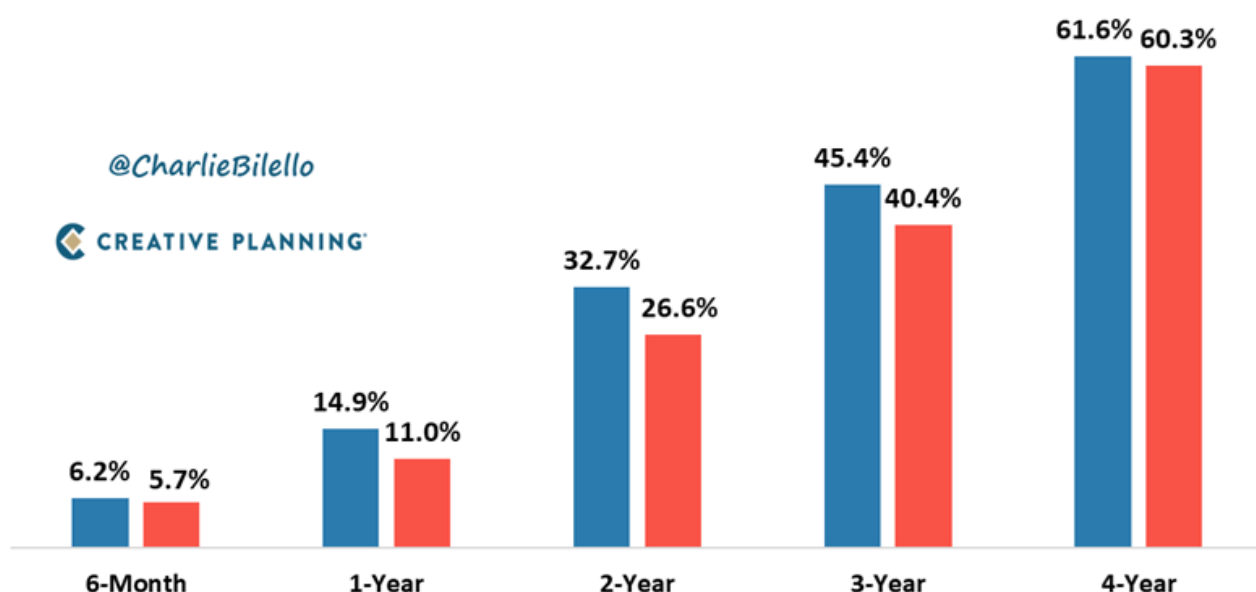


Grafico dopo aumenti: performance media dell'indice S&P500 nei periodi successivi ad aumenti dei tassi di interesse e nei periodi successivi a tagli dei tassi di interesse.

Fonte: Charlie Bilello

L'analisi empirica ci mostra quindi a primo acchito un effetto totalmente contrario a quanto ci si poteva attendere, a testimonianza di come quasi sempre, analizzando le tematiche solamente in modo superficiale, si rischia di prendersi dei granchi. Ovviamente il fatto che la performance media ottenuta dopo tagli dei tassi sia inferiore a quella ottenuta dopo aumenti dei tassi di interesse, ha molto a che vedere con il fatto che spesso i tassi vengono tagliati nel bel mezzo di una crisi finanziaria, con i mercati che quindi continuano a scendere nei periodi successivi ai tagli. La lezione che possiamo sicuramente trarre è che - come chi ci legge da tempo ormai ben sa - non esiste una regola infallibile negli investimenti finanziari che, vista la loro complessità, necessitano di procedure robuste e processi di investimento solidi per essere navigati senza imbarcare troppa acqua nelle fasi di turbolenza che sempre ci sono state e sempre ci saranno.

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

Il mese di settembre, caratterizzato dal ritorno a pieno regime degli operatori sui mercati finanziari dopo la pausa estiva, ha visto generalmente il proseguimento della fase positiva sui mercati finanziari, grazie sia ad un contesto macroeconomico supportivo sia a prospettive di politiche monetarie in fase espansiva (tabella performance)

Tabella performance			
Asset Class	Performance % mese di settembre in valuta locale	Performance % anno 2025 in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta locale
Azionario Americano	3.53%	13.72%	23.31%
Azionario Europeo	3.33%	12.95%	8.28%
Azionario Mercati Emergenti	6.96%	25.16%	5.05%
Obbligazionario Investment Grade Americano	1.09%	6.13%	1.25%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	0.36%	1.01%	2.63%
Obbligazionario globale High Yield	0.67%	9.60%	9.19%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	1.11%	8.51%	6.58%

Tabella performance

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

Degna di nota, durante il periodo, la debolezza della curva dei tassi di interesse governativi francesi che, in alcuni punti, è ora addirittura più alta rispetto a quella italiana (grafico Francia vs. Italia). In effetti, il movimento è largamente spiegabile dall'attuale instabilità politica francese, abbinata ad una situazione di ampio deficit di bilancio, in contrasto con una situazione italiana che, su entrambi i fronti è decisamente migliorata negli ultimi anni.



Grafico Francia vs. Italia: rendimenti obbligazioni governative italiane (linea verde) e francesi (linea blu) su scadenze da 1 mese a 50 anni.

Fonte: Bloomberg al 26/09/2025

Altra tematica decisamente interessante è quella dell'oro, che continua a macinare nuovi massimi (le variabili che hanno contribuito al movimento sono diverse, tra cui vale la pena citare i flussi provenienti dalle banche centrali "non occidentali", che stanno diversificando la loro esposizione alle attività finanziarie, prevalentemente statunitensi). Da notare, tuttavia, come il prezzo dell'oro si sia decisamente scollegato

dall'andamento dei tassi reali statunitensi (grafico modello prezzo oro). Che l'andamento dell'oro sia legato ai tassi di interesse reali ha in effetti senso, visto che chi acquista oro, attività che non paga flussi di cassa, rinuncia ad una remunerazione sotto forma di interessi e pertanto tanto più alti sono i tassi di interesse e tanto più alta è la rinuncia che fa chi acquista oro.

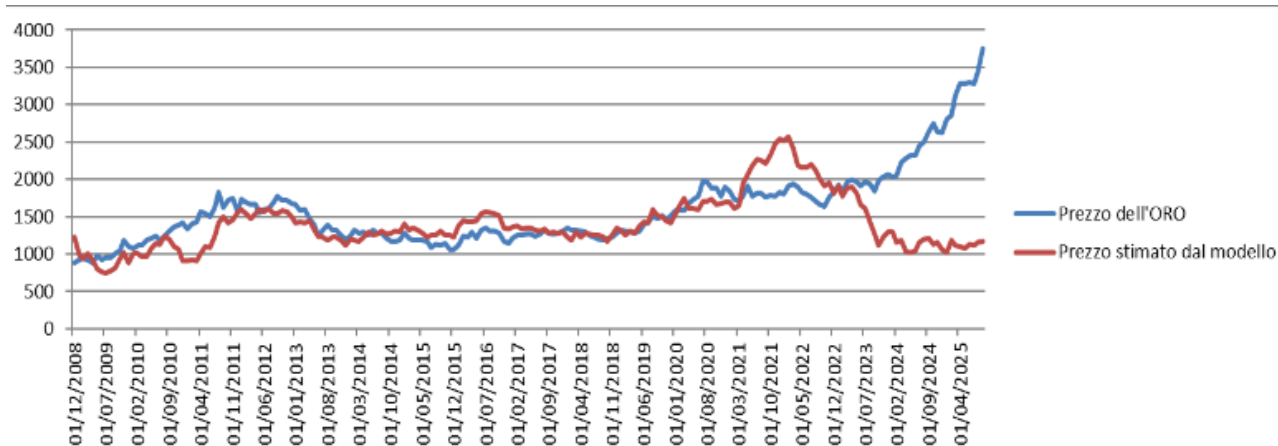


Grafico modello prezzo oro: prezzo dell'oro (in linea blu) e prezzo dell'oro stimato da un modello, con $R^2=0,41$, che prende in considerazione l'andamento dei tassi reali americani,

Fonte: Banca di San Marino, dati aggiornati al 26/09/2025

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

Durante il mese di settembre, sul fronte banche centrali abbiamo assistito al mantenimento di tassi invariati in eurozona e di tassi in calo negli USA, con la FED che ha sforbiciato il costo del denaro di 25 punti base portandolo nel range 4%-4,25%. Sul fronte geopolitico, invece, dopo il rasserenamento parziale di agosto, la situazione è peggiorata, specialmente per quanto riguarda il conflitto russo-ucraino, con momenti di tensione che hanno tirato in causa anche paesi aderenti alla NATO. Relativamente invece al tema delle politiche commerciali, non vi sono stati aggiornamenti particolari e rimane sempre 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?

Anche le più recenti pubblicazioni dei dati macroeconomici hanno continuato a mostrare una certa resilienza per le principali economie, sebbene i livelli di inflazione continuino a permanere a livelli di attenzione ed il mercato del lavoro appaia quantomeno in una fase di assestamento. Anche le stime per il terzo trimestre dell'anno mostrano una situazione di crescita positiva (grafico stima PIL USA), sebbene sia sempre più evidente come l'economia sia caratterizzata da una condizione a "K", ovvero da un sempre maggior divario tra i soggetti in buona salute, che quindi contribuiscono positivamente alla crescita, e soggetti che invece faticano sempre più (grafico economia K).

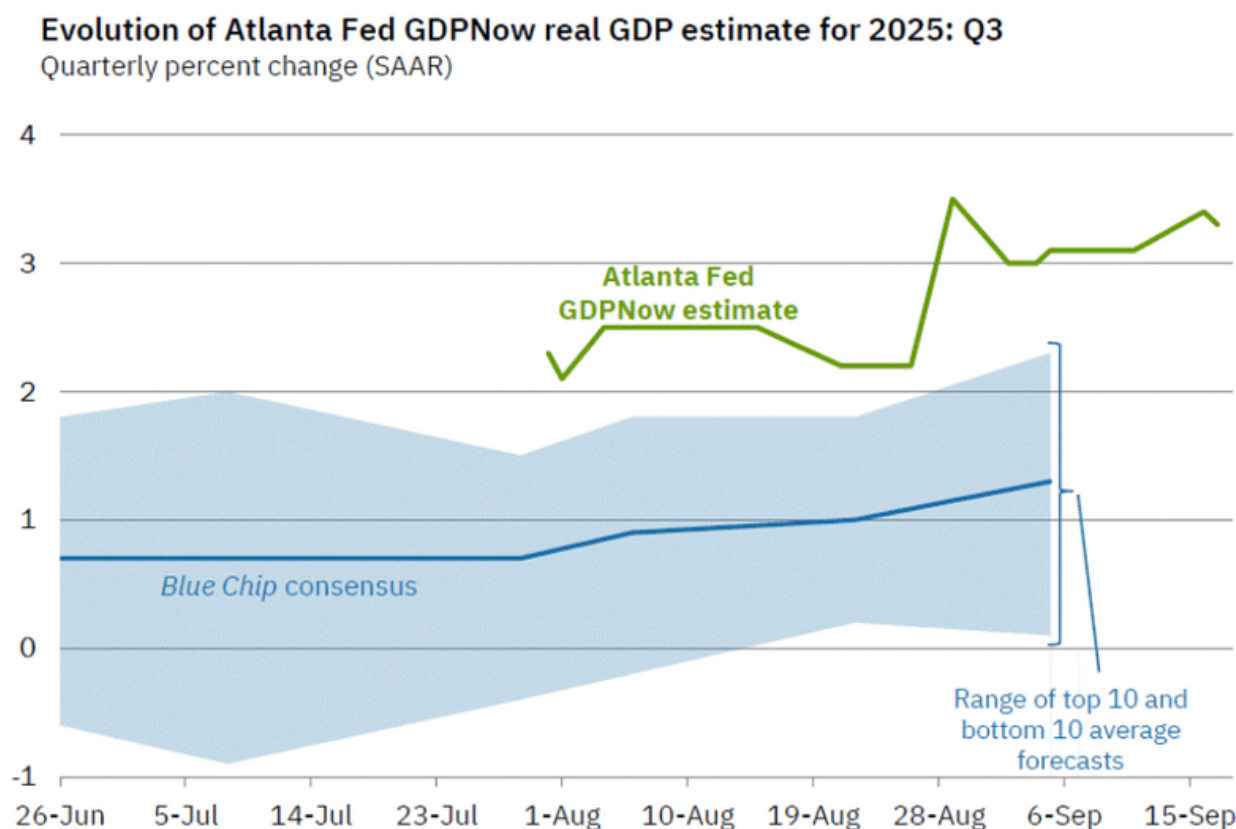


Grafico stima PIL USA: stima del PIL del terzo trimestre da parte del modello GDPNow, sviluppato dalla FED di Atlanta.

Fonte: FED di Atlanta



Grafico economia K: percentuale dei consumi USA effettuata dal 10% dei soggetti con reddito più elevato

Fonte: Bloomberg

Da segnalare, infine, come la recente crescita economica sia stata guidata in buona parte dalle enormi spese per investimenti effettuati sul settore dell'intelligenza artificiale dalle imprese tecnologiche. Infatti, senza tali investimenti, la crescita del PIL risulterebbe molto più contenuta (grafico PIL e intelligenza artificiale). Pertanto, 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 non si blocchino e che nel medio termine, cosa ovviamente ancora più importante, ripaghino con un buon incremento della produttività.

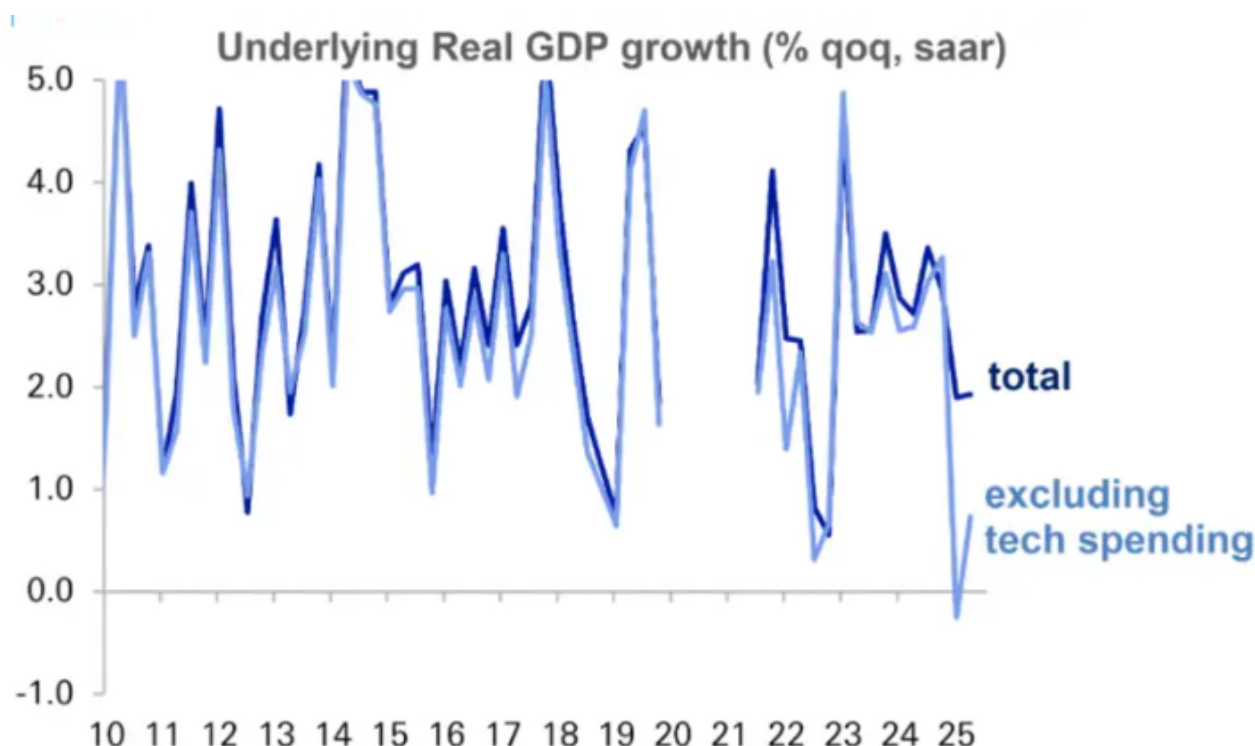


Grafico PIL e intelligenza artificiale: crescita del PIL USA con e senza investimenti tecnologici per intelligenza artificiale

Fonte: Deutsche Bank

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Durante il mese di ottobre, FED e BCE si pronunceranno per quanto riguarda i rispettivi tassi di interesse il 29 ed il 30 del mese. Se la BCE potrebbe confermare un approccio attendista, dall'altro lato dell'atlantico è atteso invece un ulteriore taglio dei tassi di interesse di 25 punti base, sempre che nel frattempo i dati macroeconomici relativi al terzo trimestre non mostreranno una condizione eccezionalmente tonica. In tema appunto di dati macroeconomici, durante il mese l'attenzione rimarrà alta sulla pubblicazione dei dati relativi al terzo trimestre, così come sull'inizio della stagione della pubblicazione degli utili aziendali, sempre relativi al terzo quarto dell'anno. 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.

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	Mettrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	95 (91 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	100 (99 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	100 (99 lo scorso mese)

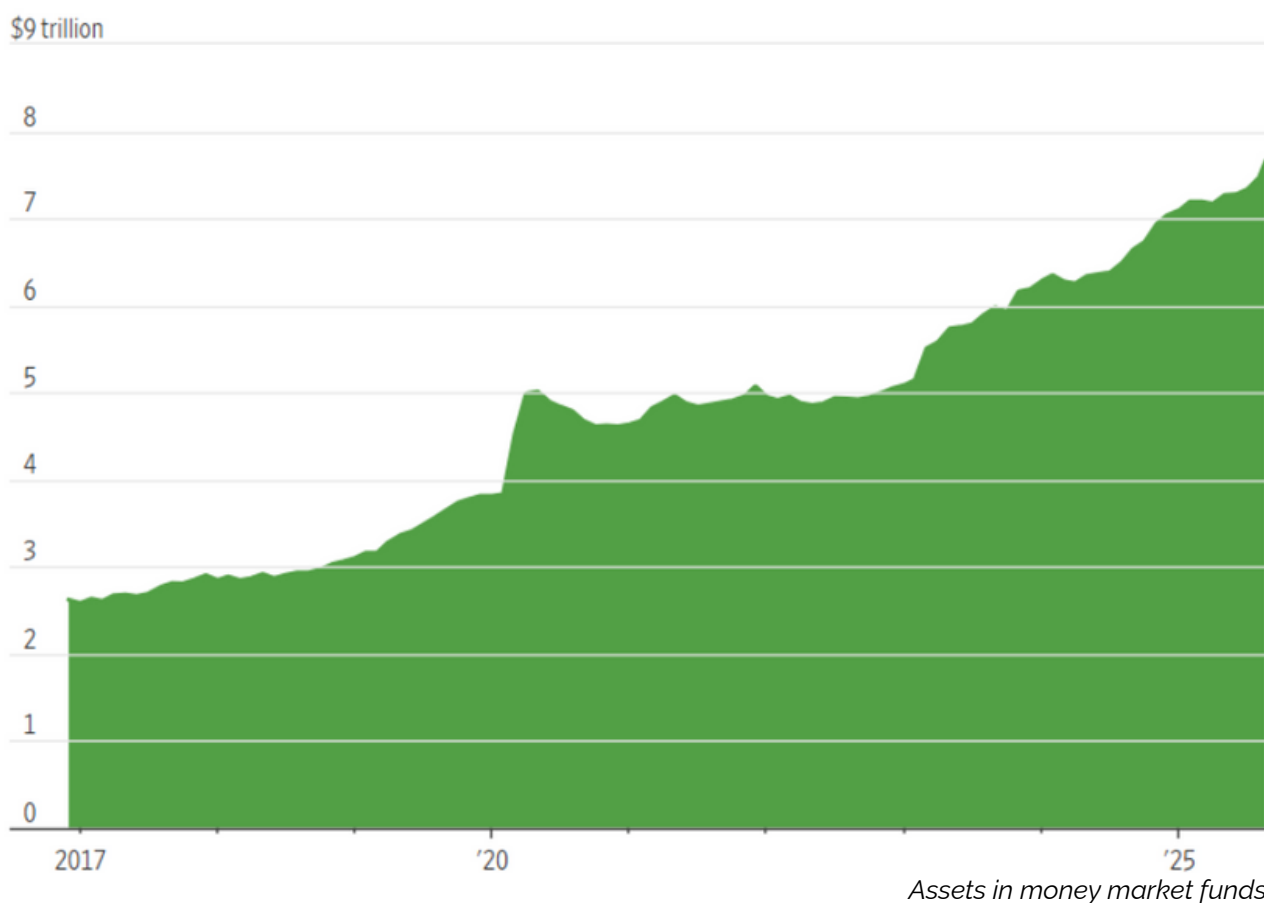
Tabella valutazioni

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 26 settembre 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. Sappiamo molto bene come i mercati, sempre più di sovente, alternino momenti anche lunghi di estrema tranquillità, seguiti da altri, magari non lunghissimi, ma estremamente volatili e con discese veloci. Viste le valutazioni a cui trattano attualmente le principali asset class, lo spazio potenziale di discesa appare piuttosto ampio.

COME ANDRANNO QUINDI GESTITI I PORTAFOGLI NEL PROSSIMO PERIODO?

La fase prolungata di buoni ritorni uniti a bassi livelli di volatilità che stiamo vivendo ormai da tempo, potrebbe essere messa alla prova nel prossimo periodo, oltre che da fattori macroeconomici e geopolitici, anche dalle operazioni di ribilanciamento trimestrale caratteristiche dei grossi investitori che, per riportare i pesi di portafoglio ai dettami delle rispettive asset allocation, liquidano le posizioni che meglio si sono comportate per acquistare quelle che hanno registrato performance minori. Tali fattori prettamente tecnici, uniti al fatto che i mercati finanziari recentemente hanno accolto con una sonora scrollata di spalle ogni ostacolo incontrato, ci fanno propendere per l'adozione di un approccio prudente ma che rimane tutto sommato costruttivo, anche in considerazione del fatto che diverse metriche ci suggeriscono come gli investitori abbiano conservato, nonostante l'andamento positivo dei mercati finanziari, una buona dose di liquidità, da eventualmente utilizzare in occasione di ribassi di mercato (grafico masse su fondi monetari).



Fonte: Crane Data

Considerato il tutto a 360 gradi, per il prossimo periodo si ribadisce quanto consigliato già nei mesi scorsi, 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.

Denis Manzi, CFA, CIPM



Banca di San Marino®
Futuro da una vita