

ECONOMIA MONDIALE & MERCATI FINANZIARI

COMMENTO
MENSILE

a cura di

Denis Manzi

Chief Investment Officer BSM

INNOCENTI EVASIONI

Una digressione sul mondo delle criptovalute

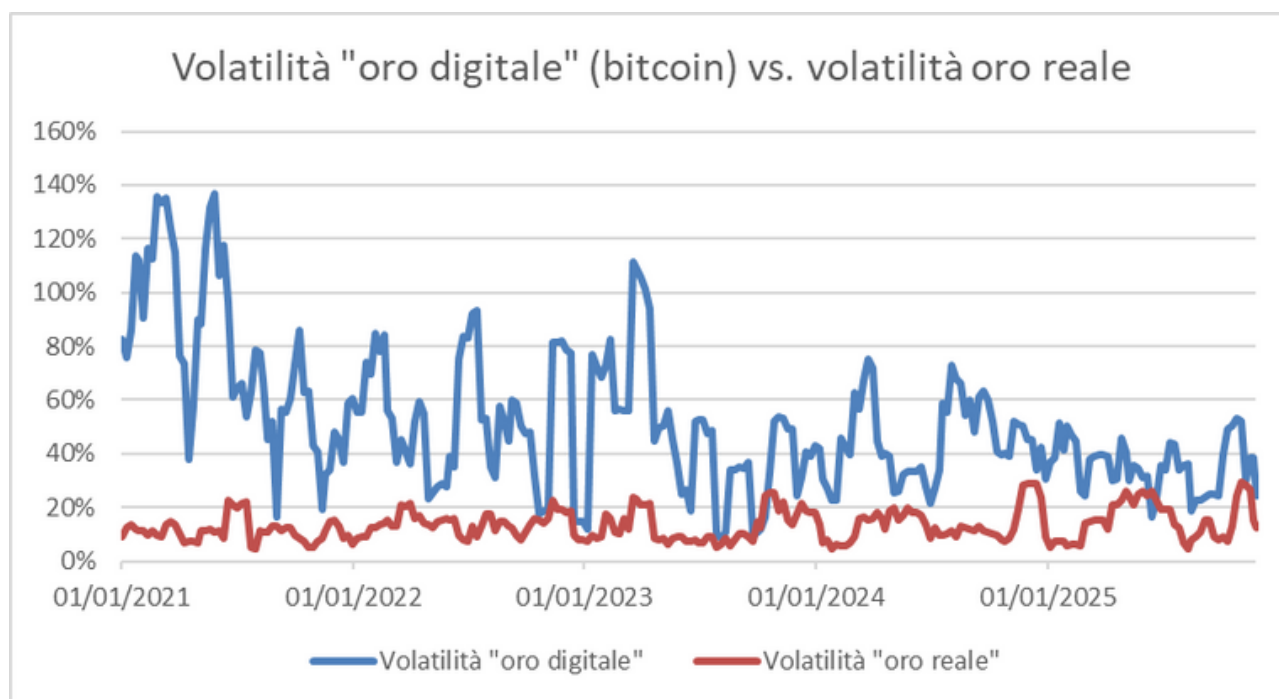
Uno dei valori migliori di cui, a parere di chi scrive, può essere dotato un essere umano, è quello di riuscire a cambiare idea. Cambiare idea su un'opinione, su un'idea, su una decisione presa, sebbene non sia sempre così semplice, è infatti un dovere, una necessità ed una crescita evolutiva e non di certo un capriccio o ancor di più una debolezza. Tale dote, tuttavia, specialmente nel mondo social di oggi dove chiunque di noi molto (forse troppo) spesso si sente libero di dare opinioni, parlare e discutere su qualunque tipo di argomento, è spesso sottovalutata. Ovviamente, ciò non vuol dire che sia salutare cambiare idea su un qualcosa solamente in quanto la maggioranza la vede diversamente o perché magari qualche nuova scarna informazione ottenuta ci fa ricredere. Il cambio di idea dovrebbe essere infatti sempre suffragato da una nuova mole di informazioni ed analisi approfondite che ci fanno veramente capire di esserci sbagliati, di avere effettuato valutazioni errate o addirittura di esserci presi un abbaglio. Cambiare idea solamente per mero interesse personale, o semplicemente per la paura di "trovarsi dalla parte sbagliata" di una tendenza, non è di certo sinonimo di intelligenza, ma tutt'al più di puro opportunismo. Tali inclinazioni, tuttavia, fanno parte anch'esse della natura umana e non è raro riscontrarle anche da personaggi di indubbia caratura. Indirizzando l'attenzione verso tematiche prettamente finanziarie, molto spesso accade in effetti di assistere ad improvvisi cambi di approccio su certi argomenti anche da parte di personalità di indiscusso prestigio. Prendendo come esempio il controverso tema delle criptovalute, persino l'Amministratore Delegato di JPMorgan, la più grande banca americana, ha cambiato molto spesso idea sulle

stesse, definendole inizialmente come delle frodi, per poi gradualmente cambiare idea, sebbene senza mai fare un completo dietrofront, sinonimo questo che forse il cambiamento di approccio potrebbe più avere a che fare con calcoli opportunistici rispetto ad un vero e proprio cambiamento di idea. Non avendo, chi scrive, alcun tipo di conflitto di interessi sulla materia delle criptovalute, può sicuramente permettersi di offrire un parere onesto, giusto o meno giusto che sia. Come scritto in precedenza, cambiare idea su un determinato argomento è una virtù, se fatto in buona fede, ma sul tema delle criptovalute, che seguo ormai da anni, la mia opinione non è ancora cambiata (ovviamente non escludo che potrebbe cambiare in futuro) e rimane quella espressa su un articolo da me scritto all'inizio del 2018, quindi poco tempo dopo che le criptovalute diventassero mainstream, e concentrata sulla principale criptovaluta, il bitcoin. All'epoca, affermavo infatti che *"Per come stanno ora le cose io considero il Bitcoin alla stregua di una commodity, paragonabile quindi all'oro o ancora meglio all'argento. Infatti, se ci pensiamo bene, il Bitcoin non ha un utilizzo industriale, è un bene finito e scarso (a tendere si arriverà ad avere circa 21 milioni di Bitcoin e ad oggi ne sono stati estratti oltre 17 milioni), ha costi di estrazione (variabili a seconda del costo dell'elettricità) ed il suo valore dipende esclusivamente dalla legge della domanda e dell'offerta, dato che al momento non è regolamentato da nessuna autorità centrale. Inoltre, circa il 40% dei Bitcoin è posseduto da una manciata di persone il che lo rende instabile ed assimilabile più ad un'attività speculativa che ad una moneta. Ad avvalorare la mia tesi del Bitcoin come commodity - o anche ad un bene rifugio in questo caso - il fatto che i cittadini di alcuni paesi caratterizzati da iperinflazione (Zimbabwe e Venezuela per citarne un paio) abbiano iniziato ad acquistare Bitcoin per "mettere al sicuro" le proprie finanze."* Effettivamente, all'epoca (ora a dire il vero un po' meno) si vedeva il bitcoin come un potenziale sostituto delle monete correnti, anche se lo stesso non possedeva (e non possiede tutt'oggi) tutte tre le caratteristiche che una qualunque moneta deve possedere per essere qualificata come tale:

1. Misura del valore (moneta come unità di conto). Il Bitcoin possiede questa caratteristica in quanto il suo valore è facilmente misurabile.

2. Mezzo di scambio nella compravendita di beni e servizi (moneta come strumento di pagamento). Il Bitcoin, allo stato attuale, lo è solo parzialmente, in quanto sono poche le attività commerciali che lo accettano come metodo di pagamento. Inoltre, le transazioni in Bitcoin richiedono tanto tempo per essere effettuate rendendolo quindi "scomodo".

3. Fondo di valore (moneta come riserva di valore). Un valore della moneta relativamente stabile è un paradigma fondamentale. Infatti, la maggior parte degli investitori in una moneta si attende di ricevere un flusso di interessi oltre alla restituzione del capitale investito. Il Bitcoin non paga interessi ed ha un andamento (per utilizzare un eufemismo) volatile (grafico volatilità bitcoin e oro) e pertanto non possiede la caratteristica di "fondo di valore".



*Grafico volatilità bitcoin e oro: volatilità annualizzata a 4 settimane di oro e bitcoin
Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg da inizio 2020*

La mia idea di fondo non è in effetti cambiata da allora, indipendentemente dal fatto che il bitcoin possa trattare a 100.000 dollari, ad 1 milione di dollari o a zero ma, a dire il vero, nel corso degli anni ho iniziato sempre più a pensare che in effetti il bitcoin, e tutto il mondo delle criptovalute nel suo complesso, una qualche utilità legale sembra proprio averla, anche in considerazione della sempre più elevata finanziarizzazione dell'ecosistema (sono oggi disponibili ETC, ETF, futures, certificati, ecc. con sottostanti bitcoin ed altre criptoattività). In effetti, nel corso del tempo e proprio grazie ad alcune delle peculiarità del mondo crypto (bassa eterogeneità dei possessori, possibilità di operare 24 ore su 24 e 365 giorni all'anno, mercati piuttosto sottili), è apparso sempre più chiaro come l'andamento delle criptoattività, bitcoin in primis, oltre ad essere un amplificatore dei movimenti di altre attività di rischio nelle fasi di risk on/risk off, possa essere utile come indicatore anticipatore del movimento di altre attività di rischio, come ad esempio i mercati azionari (grafico bitcoin e S&P500).



Grafico bitcoin e S&P500: il bitcoin sempre più spesso tratta come indicatore dell'appetito al rischio

Fonte: Financial Times

Il cambiamento di idea su un qualsiasi argomento non deve obbligatoriamente avvenire all'improvviso, ma anche tramite un percorso meno lineare e per gradi. Già il fatto di essere riusciti a trovare almeno una utilità all'ecosistema del mondo può essere sicuramente visto come un passo avanti in un percorso del quale non si ha la certezza che sarà portato a termine.

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

Il mese di novembre ha registrato il ritorno di una certa dose di volatilità sia sull'azionario che sul mercato del credito; volatilità che non marcava presenza da aprile, dal momento dei primi annunci di Donald Trump sui dazi commerciali. Effettivamente, il 2025, almeno sino ad ora, si è rivelato un anno tutto sommato tranquillo e caratterizzato da andamenti positivi e poco volatili sulle principali classi di investimento (tabella performance e tabella oscillazioni).

Asset Class	Performance % mese di novembre in valuta locale	Performance % anno 2025 in valuta locale	Performance % anno 2024 in valuta
Azionario Americano	0.13%	16.45%	23.31%
Azionario Europeo	0.11%	15.77%	8.28%
Azionario Mercati Emergenti	-2.47%	27.10%	5.05%
Obbligazionario Investment Grade Americano	0.62%	7.46%	1.25%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	-0.08%	1.75%	2.63%
Obbligazionario globale High Yield	0.56%	10.98%	10.36%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	0.24%	10.64%	6.58%

Tabella performance

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

S&P 500: Number of Large Down Days (1928 - 2025)															
Year	-1% Days	-2% Days	<-3% Days	Total	Year	-1% Days	-2% Days	<-3% Days	Total	Year	-1% Days	-2% Days	<-3% Days	Total	
1928	23	2	2	27	1961	2	1	0	3	1994	14	1	0	15	
1929	19	10	19	48	1962	28	4	2	34	1995	4	0	0	4	
1930	38	16	16	70	1963	2	1	0	3	1996	14	2	1	17	
1931	42	28	27	97	1964	3	0	0	3	1997	25	5	1	31	
1932	27	18	50	95	1965	7	0	0	7	1998	20	7	5	32	
1933	33	15	27	75	1966	22	3	0	25	1999	31	9	0	40	
1934	32	20	7	59	1967	9	0	0	9	2000	35	15	4	54	
1935	31	8	1	40	1968	9	0	0	9	2001	41	9	4	54	
1936	18	6	5	29	1969	17	1	0	18	2002	43	22	7	72	
1937	28	17	17	62	1970	29	4	0	33	2003	32	4	1	37	
1938	40	15	12	67	1971	14	0	0	14	2004	20	0	0	20	
1939	29	15	8	52	1972	6	0	0	6	2005	17	0	0	17	
1940	23	4	8	35	1973	37	5	1	43	2006	13	0	0	13	
1941	23	3	3	29	1974	52	13	2	67	2007	23	10	1	34	
1942	24	2	0	26	1975	32	3	0	35	2008	34	18	23	75	
1943	13	1	3	17	1976	14	0	0	14	2009	27	16	12	55	
1944	7	1	0	8	1977	12	0	0	12	2010	27	5	5	37	
1945	14	7	0	21	1978	23	1	0	24	2011	27	15	6	48	
1946	23	4	10	37	1979	12	1	0	13	2012	18	3	0	21	
1947	25	3	2	30	1980	30	6	1	37	2013	15	2	0	17	
1948	19	2	5	26	1981	26	4	0	30	2014	15	4	0	19	
1949	12	3	0	15	1982	32	5	1	38	2015	25	4	2	31	
1950	15	3	4	22	1983	25	1	0	26	2016	17	4	1	22	
1951	16	1	0	17	1984	16	0	0	16	2017	4	0	0	4	
1952	8	0	0	8	1985	7	0	0	7	2018	17	10	5	32	
1953	14	1	1	16	1986	19	4	2	25	2019	10	5	0	15	
1954	4	1	0	5	1987	22	14	6	42	2020	20	9	16	45	
1955	14	4	1	19	1988	26	3	2	31	2021	16	5	0	21	
1956	21	0	0	21	1989	12	1	1	14	2022	40	15	8	63	
1957	20	5	0	25	1990	34	7	1	42	2023	27	1	0	28	
1958	4	1	0	5	1991	23	1	1	25	2024	15	4	0	19	
1959	13	1	0	14	1992	11	0	0	11	2025 YTD	20	4	3	27	
1960	16	1	0	17	1993	6	1	0	7						

 CREATIVE PLANNING

Data via YCharts as of 11/20/25

@CharlieBilello

Tabella oscillazioni: numero di giorni dell'anno (dal 1928) in cui l'indice azionario S&P500 ha registrato performance negative di -1%, -2% e -3%

Fonte: Charlie Bilello

L'aumento della volatilità dell'ultimo periodo, sebbene non abbia visto un vero e proprio fattore scatenante, è sicuramente stata influenzata da una molteplicità di variabili, tra le quali vale la pena citare lo shutdown americano (che ha lasciato gli investitori privi di dati macroeconomici sui quali basare le proprie aspettative), il nervosismo incipiente sul tema degli investimenti nel settore dell'intelligenza artificiale (non è affatto chiaro

quale sarà il ritorno economico dell'enorme mole di investimenti attuale e prospettica, sia per le singole società che per la collettività nel suo aggregato) e la volontà da parte di molti investitori, date le buone performance registrate sino ad ora ed in vista della fine dell'anno, di togliere qualche *fiche* dal tavolo.

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

In un mese privo di decisioni delle principali banche centrali e in una situazione di guida a luci spente, vista l'assenza, per gran parte del periodo, di dati macro provenienti dall'America a causa dello shutdown, l'attenzione è stata per forza di cose rivolta al "micro", con il proseguimento della fase di pubblicazione dei risultati aziendali del terzo trimestre, che hanno continuato a mostrare una certa resilienza del mondo corporate, sia sul fronte dei ricavi che degli utili (grafico margine netto), a testimonianza di come tutto sommato il contesto economico, sebbene in un clima incerto, rimanga forte.

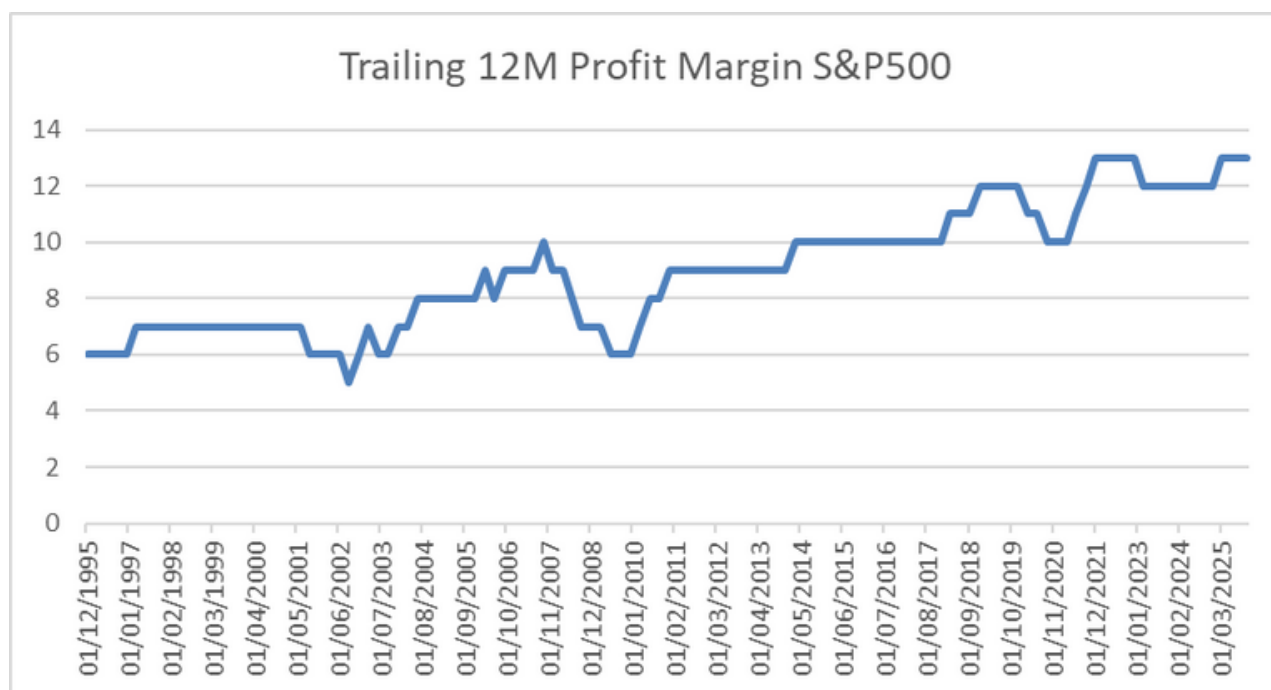


Grafico margine netto: margine netto dell'S&P500, ai massimi storici

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg aggiornati al terzo trimestre 2025

Sul fronte geopolitico, più nello specifico su quello ucraino, potrebbero esservi degli importanti sviluppi sulla base del piano di pace presentato dagli USA. 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?

La crescita economica continua a mostrare segno positivo in tutte le principali aree economiche, sebbene il mercato del lavoro non appaia in salute eccelsa. Anche i dati aziendali non stanno mostrando particolari crepe, sebbene un importante contributo, sia sul fronte macro che su quello micro, stia provenendo dagli enormi investimenti che il mondo corporate sta effettuando sui data center e tutto quello che gira attorno al mondo dell'intelligenza artificiale. Per quanto riguarda l'inflazione, invece, continuano ad esservi segnali non troppo incoraggianti, con livelli che si muovono sempre leggermente sopra ai target delle principali banche centrali, in un contesto che, a dispetto di quanto avvenne durante la fiammata inflazionistica del 2021-2022, vede la "domanda" influire più dell'"offerta" (grafico contributo all'inflazione). Tale conformazione, unitamente ad una condizione macro positiva (che lascia pensare che la politica monetaria attuale non sia così restrittiva) rende ancora più complicato per le autorità monetarie pensare di allentare ancora i cordoni della politica monetaria senza il rischio di innescare ulteriori fiammate inflazionistiche.

APOLLO

Roughly 2/3 of inflation is demand driven and 1/3 is driven by supply

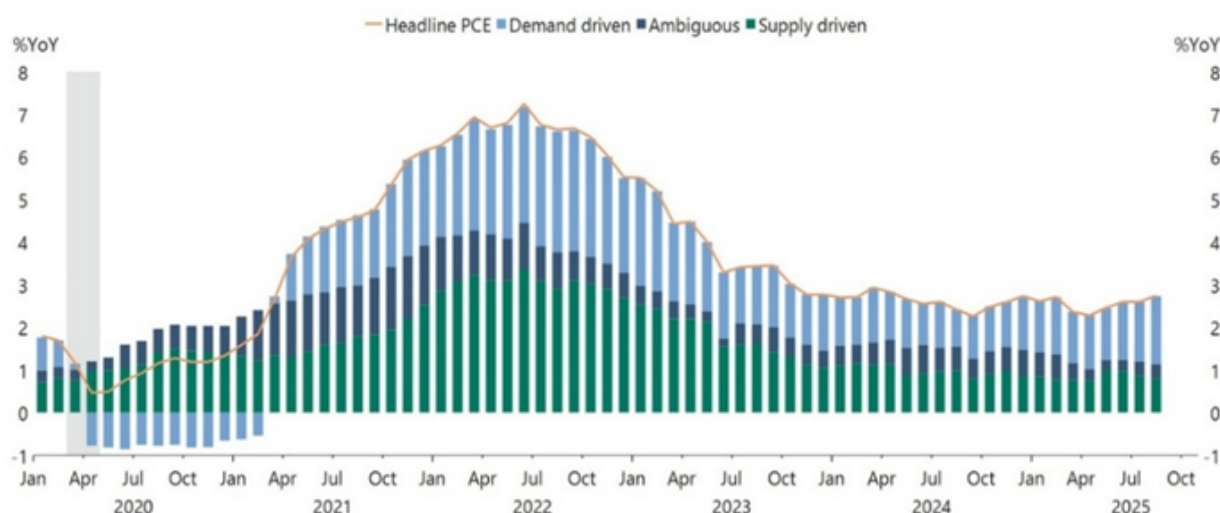


Grafico contributo all'inflazione: suddivisione tra componenti legate alla domanda e all'offerta

Fonte: Torsten Slok, Apollo Chief Economist

QUALI SARANNO GLI EVENTI DA MONITORARE NEL PROSSIMO PERIODO?

Durante il mese di dicembre, FED e BCE si pronunceranno per quanto riguarda i rispettivi tassi di interesse il 10 ed il 18 del mese. Se la BCE potrebbe confermare un approccio attendista con quindi tassi invariati, dall'altro lato dell'atlantico è più probabile invece un ulteriore taglio dei tassi di interesse di 25 punti base, sebbene verosimilmente la decisione non sarà presa all'unanimità, viste le diverse anime ormai presenti all'interno del Board della FED ma soprattutto i pareri discordanti sull'effettiva ristrettezza della politica monetaria a stelle e strisce (grafico consumi reali).



Grafico consumi reali: crescita anno su anno dei consumi privati su base reale. Il dato rimane forte

Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg

In tema di dati macroeconomici, durante il mese continuerà il backlog di dati non pubblicati durante il periodo di shutdown americano, che consentirà di comprendere meglio le condizioni di salute dell'economia, anche in vista dell'imminente inizio del nuovo anno. Se il fronte geopolitico dovesse veramente regalarci una qualche schiarita di rilievo sul fronte ucraino, non sarebbe da escludere che l'attenzione dell'amministrazione americana potrebbe tornare a concentrarsi sul tema dei dazi e delle politiche protezionistiche, con il focus che si sposterebbe obbligatoriamente sulla Cina.

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 (grafico redditività prospettica) 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).

S&P 500 forward P/E ratios and subsequent 10-year annualised price returns, 1991-2015

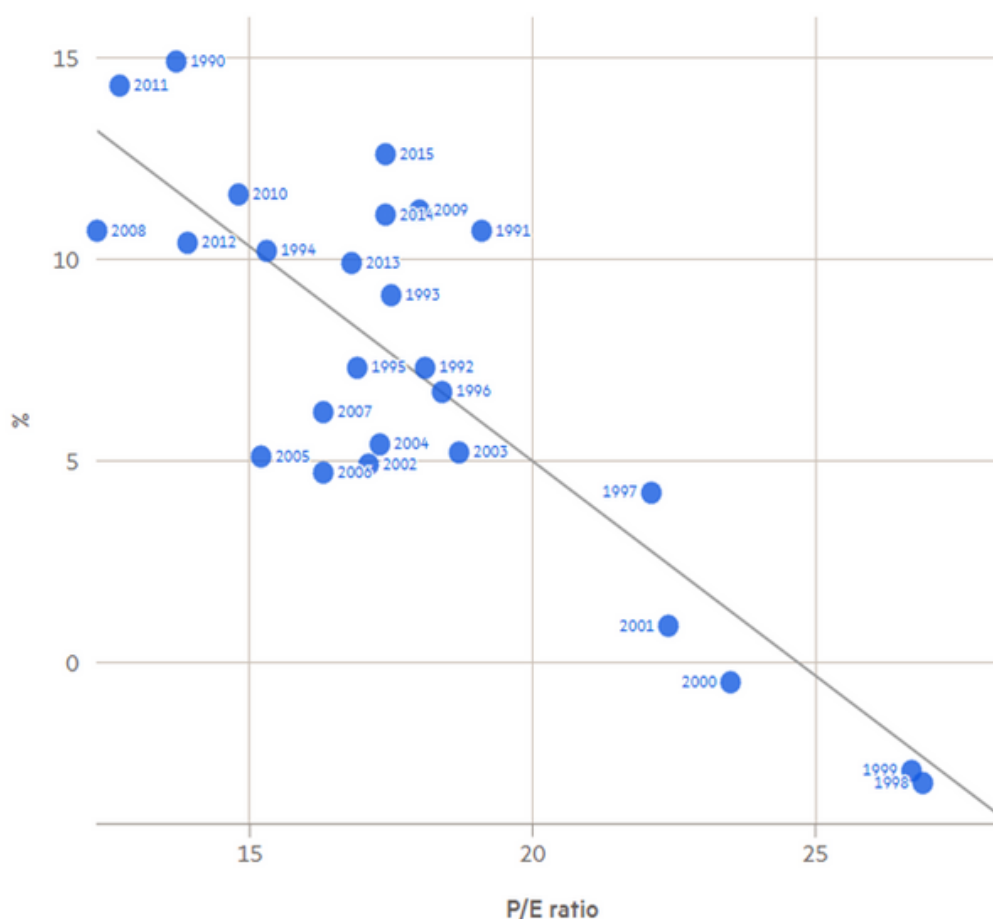


Grafico redditività prospettica: performance a 10 anni dell'indice S&P500 sulla base delle valutazioni iniziali, misurate in termini di rapporto prezzo/utili

Fonte: Financial Times

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	87 (98 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	99 (100 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	96 (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 novembre 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 vicine ai livelli peggiori dell'ultima decade (sebbene in leggerissimo miglioramento rispetto al mese scorso), 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?

Entriamo nell'ultimo mese dell'anno, statisticamente un buon momento per l'andamento delle attività finanziarie più volatili, con una situazione a nostro avviso di tipo binario. Infatti, vediamo buone probabilità di una price action positiva qualora la FED tagliasse i tassi di 25 punti base durante la riunione del 10 dicembre e confermasse altresì che la strada rimane aperta per un ulteriore allentamento della politica monetaria. Qualora invece le cose non dovessero andare in questo modo

salirebbe in maniera importante la probabilità di assistere ad un incremento della volatilità con conseguente negatività, che potrebbe essere oltremodo amplificata sia dalle valutazioni elevate presenti un po' su tutte le classi di investimento sia dalla volontà degli investitori di "portare a casa" le performance positive. Il tutto, magari, in momenti caratterizzati da una rarefazione dei volumi, classica situazione del periodo pre e post natalizio. 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 ancora 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