

Analisi e prospettive 2025

Editionaria



“

I margini di profitto sono attualmente ai massimi storici e si prevede che continueranno a crescere...”

Didier Bouvignies

General Partner, CIO

Il 2024 è stato l'anno dell'“eccezionalismo americano” contro il resto del mondo sia sul piano dell'economia che a livello di mercati finanziari.

Sul fronte economico, gli Stati Uniti hanno registrato una crescita del 2,8%⁽¹⁾, sostenuta da consumi elevati, un arricchimento legato al forte rialzo conseguito dai titoli azionari e dall'immobiliare dopo il 2019 e dalle misure per promuovere gli investimenti. Da sottolineare inoltre un livello di produttività superiore alle tendenze passate e alla maggior parte dei paesi sviluppati. Infine, le speranze che la politica pro-business di Donald Trump abbia un impatto sugli utili societari, con una reazione sui tassi di interesse attualmente moderata – visti i timori di inflazione che potrebbe suscitare – hanno consentito al mercato americano di registrare una serie successiva di record storici.

Tale scenario contrasta con un'economia europea stagnante, soprattutto a causa di un'industria tedesca in grave difficoltà, vittima di un costo dell'energia persistentemente più elevato rispetto agli Stati Uniti, di un mercato di destinazione, la Cina, alle prese con una crescita debole e di una perdita strutturale di quote di mercato nella regione. Si distingue la Spagna grazie ai benefici derivanti dall'utilizzo dei fondi del piano europeo NextGenerationEU e dal vigore del turismo, mentre la Francia rimane impantanata in una situazione di stallo politico. Si denota anche un contrasto con i Paesi emergenti, in particolare con gli ex BRIC, economicamente penalizzati da un contesto quasi deflazionistico in Cina e da pressioni inflazionistiche in India e Brasile.

Nella situazione illustrata, dobbiamo constatare che i mercati finanziari sono meno attraenti rispetto all'inizio del 2024. Sul fronte obbligazionario, i rendimenti delle obbligazioni corporate con rating più elevato hanno registrato una riduzione di 40 punti base (pb) rispetto alla fine del 2023, e addirittura di 130 pb rispetto a ottobre 2023, attestandosi intorno al 3,2%⁽²⁾. Sui mercati azionari, in particolare negli Stati Uniti, dove l'economia sta crescendo al di sopra del potenziale, i margini di profitto sono attualmente ai massimi storici e si prevede che continueranno a crescere. Le azioni americane hanno segnato un rialzo di oltre il 20% in due anni consecutivi, mentre gli utili sono passati da un calo del 3% nel 2023 a un aumento del 10% nel 2024⁽²⁾. In un contesto in cui i tassi a lungo sono aumentati di 60 pb, il premio di rischio è attualmente inesistente⁽²⁾.

Inoltre, gli investitori si sono orientati in massa verso le azioni americane, che hanno attirato circa l'80% dei flussi⁽³⁾. In Europa, nonostante la performance più modesta, i mercati hanno registrato una crescita maggiore di quella degli utili, che hanno riportato progressi contenuti in un contesto di crescita stagnante. Il fenomeno è stato particolarmente evidente in Germania. In Cina, invece, le valutazioni sono estremamente modeste e potrebbero migliorare soltanto in seguito all'adozione di importanti misure fiscali e alla fine della crisi immobiliare.

In tale contesto, prudenza e reattività sono le parole d'ordine del 2025.

(1) FMI, dicembre 2024.

(2) Fonte: Bloomberg, 31/12/2024.

(3) Fonte: Bloomberg, 31/12/2024.

Macro



Marc-Antoine Collard

Chief Economist, Head of Research

Nel 2024 la crescita globale è rimasta stabile, il commercio internazionale si è ripreso mentre le pressioni sui prezzi al consumo hanno continuato ad attenuarsi. Gli investitori prevedono che questa resilienza continui nel 2025, ma le prospettive celano significative divergenze regionali e sono circondate da notevoli incertezze.

Rischi di ribasso negli Stati Uniti...

L'economia mondiale ha dato prova di resilienza nell'ultimo anno. La disinflazione ha consentito un allentamento monetario nella maggior parte delle principali economie, sostenendo così la spesa delle famiglie. Tuttavia, il 2024 sarà ricordato come l'anno elettorale più significativo della storia dell'umanità, e i partiti al potere in tutto il mondo hanno ottenuto risultati insoddisfacenti dopo quattro anni di crisi successive – una pandemia mondiale, una guerra su larga scala in Europa, la prima volta da decenni, e la più forte impennata inflazionistica dagli anni Settanta. In questo contesto, una vittoria di Harris negli Stati Uniti avrebbe rappresentato un'eccezione sorprendente alla regola. Difatti, i risultati elettorali dello scorso anno hanno mostrato che l'inflazione impatta tutti, mentre la disoccupazione è un pregiudizio più circoscritto, e gli elettori si mostrano estremamente sensibili al livello dei prezzi, che rimangono più elevati rispetto ai livelli pre-pandemia.

Ironia vuole che gli Stati Uniti abbiano registrato la più rapida crescita del PIL tra i paesi del G7 negli ultimi due anni, e questo eccezionalismo economico persisterà quest'anno stando alle ultime proiezioni economiche dell'OCSE. Ora, sebbene la recente inattesa resilienza degli Stati Uniti potrebbe proseguire, i rischi sono comunque orientati al ribasso.

Certo, la crescita della produttività, potenzialmente alimentata dai nuovi progressi dell'intelligenza artificiale, potrebbe sorprendere in modo positivo. Nonostante ciò, in cima all'agenda di Trump tre punti potrebbero avere effetti inflazionistici: l'aumento dei dazi doganali, il contenimento dell'immigrazione e la proroga degli sgravi fiscali in scadenza. La loro implementazione non solo potrebbe rendere difficile l'allentamento monetario da parte della Fed, ma anche nuocere il settore delle esportazioni in caso di ritorsioni da parte dei partner commerciali. Inoltre, man mano che l'immigrazione si normalizza e la domanda di lavoro rallenta, la crescita dei consumi potrebbe affievolirsi, tanto più che i consumatori hanno minori possibilità di attingere ai risparmi. Anche la crescita dell'investimento potrebbe rallentare, in quanto le famiglie e le imprese che avevano usufruito di tassi bassi durante la pandemia, devono ora rifinanziarsi a tassi più elevati.

In aggiunta, malgrado l'attuale contesto di solida crescita economica, l'elevato deficit delle finanze pubbliche e l'incremento del rapporto di indebitamento aumentano i rischi fiscali, causando perturbazioni sul

mercato obbligazionario. Invero, le prospettive d'inflazione più elevate e più volatili, combinate con un forte aumento del debito pubblico, potrebbero far aumentare il premio al rischio richiesto dagli investitori per l'acquisto dei Treasury. Allo stesso tempo, tassi d'interesse più alti potrebbero pesare sulla crescita economica, sia a livello nazionale che internazionale, dal momento che il mercato obbligazionario americano produce effetti a cascata ben oltre le frontiere nazionali.

... e in Europa

La crescita economica in Europa è stata mediocre nel 2024, con un aumento del PIL probabilmente inferiore all'1% sia nel Regno Unito⁽¹⁾ che nell'Eurozona. Gli indicatori più recenti indicano una persistente debolezza dell'indice PMI⁽²⁾ sulla fiducia delle imprese, che oscillava intorno alla soglia neutrale di 50 a fine 2024, segnalando una crescita potenzialmente inferiore alle previsioni ottimistiche degli investitori.

A livello regionale, Francia e Germania sono entrambe alle prese con un contesto politico difficile, che potrebbe a sua volta influenzare le decisioni strategiche delle imprese, penalizzare gli investimenti e frenare i consumi delle famiglie. Sebbene la guerra in Ucraina abbia generato un aumento della spesa militare, e benché il programma Next Generation EU stia sostenendo gli investimenti pubblici, il consolidamento fiscale in alcuni paesi con livelli di deficit ancora elevati, potrebbe pesare sull'attività economica. Allo stesso tempo, l'indice PMI manifatturiero dell'Eurozona di dicembre (45,1)⁽¹⁾ ha segnalato un altro mese in deterioramento, allungando così la sequenza dei periodi al di sotto della soglia dei 50 a due anni e mezzo⁽¹⁾. Il sottoindice dei nuovi ordini ha registrato un calo ancora più marcato di quello dei due mesi precedenti, stroncando qualsiasi speranza di una rapida ripresa, ancora più considerando l'accelerazione del calo del sottoindice degli ordini arretrati. Più in generale, l'Europa si sta preparando ai nuovi dazi e a una riduzione del sostegno in ambito di sicurezza da parte dell'amministrazione entrante di Trump.

(1) Fonte: Bloomberg, gennaio 2025.

(2) Indice dei responsabili degli acquisti, indicatore che riflette la fiducia dei responsabili degli acquisti in un settore di attività. Al di sopra di 50 indica un'espansione dell'attività, al di sotto di 50 una contrazione.

Nondimeno, i principali fattori di spinta sono il mercato del lavoro e l'allentamento delle condizioni finanziarie. Il tasso di disoccupazione a novembre si è attestato al minimo storico del 6,3%⁽³⁾. Associato a una forte crescita dei salari nominali negoziati, in aumento del 5,4%⁽³⁾ su base annua nel terzo trimestre, dal 3,5%⁽³⁾ del secondo trimestre, lo stato di salute del mercato del lavoro dovrebbe sostenere i consumi, tanto più che il tasso di risparmio delle famiglie resta nettamente superiore alla media pre-pandemica. Inoltre, l'allentamento della politica della BCE si trasmette anche al settore bancario, portando a un aumento delle richieste di prestiti da parte di famiglie e imprese, stando all'ultima *Bank Lending Survey* della BCE.

L'outlook nebbioso sulla Cina

La crescita cinese ha evidenziato qualche timido segnale di stabilizzazione grazie alle misure adottate a partire da fine settembre. Ad esempio, a novembre la flessione dei prezzi degli immobili nelle grandi città è rallentata per la prima volta da inizio 2024. Per contro, la crescita delle vendite al dettaglio ha registrato un sorprendente calo, mentre l'inflazione a novembre è scesa allo 0,2%⁽⁴⁾ dallo 0,3%, segno che l'economia domestica resta fragile.

Gli investitori si aspettano un rallentamento dell'attività economica, con un aumento del PIL rispettivamente del 4,5% e del 4,2% nel 2025 e nel 2026, a fronte del 4,8% del 2024⁽¹⁾. In ogni caso, stante il livello elevato di incertezza, si possono prospettare un'ampia gamma di scenari. È probabile che i dazi doganali statunitensi vengano aumentati per raggiungere il livello promesso durante la campagna elettorale (60%), ma tempistica e scopi giocheranno un ruolo importante e un approccio progressivo che veda la combinazione di più cicli negoziali potrebbero contribuire ad assorbire lo shock.

Si attende che il governo cinese annunci altre misure di sostegno, ma l'ampiezza di queste sarà adeguata in funzione dell'entità dei fattori di freno esterni.

(3) Fonte: Eurostat, dicembre 2024.

(4) Fonte: Ufficio nazionale di statistica cinese, dicembre 2024.



Market views

Yoann Ignatiew

General Partner, Head of International
Equity and Diversified

Anthony Bailly

Head of European Equity

Emmanuel Petit

General Partner and Head of Fixed Income

Cosa ricordare del 2024?

International Equity

Yoann Ignatiew : Nel 2024 l'economia mondiale ha mostrato una straordinaria resilienza. Il progressivo calo dell'inflazione ha consentito alle banche centrali di avviare un ciclo di allentamento monetario, la crescita ha mantenuto una buona tenuta e le imprese hanno riportato un significativo aumento degli utili. I mercati azionari mondiali hanno chiuso l'anno in forte rialzo, con l'indice MSCI All Country World che ha guadagnato il 15,7 %⁽¹⁾. Emergono tuttavia alcune divergenze regionali: gli Stati Uniti hanno sovraperformato con l'indice S&P 500 in rialzo del 23,3 %⁽¹⁾, mentre in Cina, nonostante il contesto difficile, l'indice Hang Seng ha registrato un aumento del 17,7 %⁽¹⁾. L'Eurozona, frenata da tensioni geopolitiche e instabilità a livello politico, ha chiuso l'anno con un +8,3%⁽¹⁾.

Il rallentamento dell'inflazione ha permesso alla BCE e alla Fed di ridurre i tassi di riferimento di 100 punti base, portandoli rispettivamente al 3% e al 4,25%⁽²⁾. Tali aggiustamenti riflettono dinamiche economiche divergenti, con un'inflazione vicina al 2% nell'Eurozona, ma ancora superiore al 3% nella componente core⁽³⁾ negli Stati Uniti⁽⁴⁾. Il 2024 è stato segnato da importanti eventi politici. Negli Stati Uniti la vittoria elettorale di Donald Trump è stata accolta con ottimismo dai mercati. In Cina le misure volte a stabilizzare il settore immobiliare e stimolare la domanda interna hanno innescato una reazione positiva, anche se lo slancio iniziale si è affievolito nel quarto trimestre. In Europa gli esiti elettorali hanno accentuato la frammentazione politica.

European Equity

Anthony Bailly : Nei mercati europei, il 2024 è stato caratterizzato dall'instabilità politica delle due principali economie della zona. Il voto di sfiducia ha determinato la nomina di un nuovo governo in Francia e la prospettiva di elezioni anticipate il 23 febbraio in Germania. Se l'incertezza politica e l'entità del deficit francese hanno fortemente penalizzato il CAC 40, che ha chiuso l'anno in territorio negativo (-0,7%), così non è stato per la Germania. Il Dax ha difatti registrato un rimbalzo del 18,6% su base annua⁽¹⁾, trainato dalla solidità di alcuni titoli (SAP, Rheinmetall, Siemens Energies) e dalla speranza di superare il problema del bilancio. Le forti performance dei mercati dell'Europa meridionale (IBEX +20 % e FTSE MIB +18,9 %) hanno consentito all'Eurostoxx di conseguire un rialzo dell'8,7%⁽¹⁾. A livello settoriale, le difficoltà economiche della Cina hanno penalizzato materie prime, beni di lusso e auto, che hanno chiuso in territorio negativo. Per

(1) Fonte: Bloomberg, 31/12/2024. Performance espresse in valuta locale, dividendi reinvestiti.

(2) Fonte: BCE, Fed, dicembre 2024.

(3) Escluso il cibo e l'energia.

(4) Fonte: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, dicembre 2024.

contro, la pressione sui tassi d'interesse, sostenuta da un'inflazione persistente, hanno consentito a banche ed assicurazioni di aggiudicarsi il titolo di *best performer* dell'anno.

L'altro elemento di rilievo del 2024 è stato la divergenza con gli Stati Uniti. L'eccezionalismo americano si è rinnovato nel corso dell'intero anno, consentendo al paese di riportare una crescita nettamente superiore a quella europea, sia in termini economici che dei risultati societari. Ciò ha contribuito ad attrarre flussi di capitale con i mercati azionari americani che hanno continuato ad assorbire somme ingenti, pari a 480 miliardi di USD⁽¹⁾. Tale tendenza si è intensificata dopo l'elezione di Donald Trump. Per contro, i flussi verso le azioni europee rimangono negativi, con un deflusso pari a 65 miliardi di USD⁽¹⁾. La regione non ha mai avuto una ponderazione così bassa nelle allocazioni. Tale dinamica si riflette anche sulle valutazioni. I mercati azionari europei si attestano nei pressi della loro media storica (P/E⁽⁵⁾ di 13,2x) mentre i mercati americani, con un PE di 22,2x, si aggirano intorno ai loro massimi⁽¹⁾. Lo sconto sui mercati europei, al momento superiore al 40%, non è mai stato così elevato.

Fixed Income

Emmanuel Petit : Il pivot delle banche centrali, con l'avvio di un ciclo di tagli dei tassi, rimane l'elemento principale del 2024 per i mercati dei tassi. Tale aggiustamento si è concretizzato in un contesto in cui l'inflazione, seppure in discesa, è ancora lontana dall'obiettivo del 2%. Tuttavia, nonostante le diverse tempistiche, le politiche monetarie di Fed e BCE sono convenute nella stessa direzione. L'anticipazione di questi movimenti da parte degli investitori ha permesso ai mercati di reagire positivamente per tutto l'anno. Tuttavia, l'incertezza è aumentata nell'ultimo trimestre.

L'elezione di Donald Trump ha infatti determinato una divergenza nelle aspettative formulate sulle due sponde dell'Atlantico. Ciò si è tradotto in un aumento dei tassi a lungo negli Stati Uniti, sostenuto dalle promesse di rilancio economico, mentre in Europa i tassi a breve sono scesi sulla scia dei timori di un indebolimento della crescita. Due cause distinte che hanno prodotto gli stessi effetti, ovvero un moderato irripidimento delle curve dei rendimenti in entrambe le aree.

Nel complesso, le banche centrali sono riuscite a mantenere un relativo equilibrio nel 2024. Tuttavia, per il 2025 sembrano prospettarsi dinamiche economiche molto diverse sulle due sponde dell'Atlantico. Il 2024 si è concluso in un clima di forte instabilità politica in Europa e se le urne hanno già espresso il loro verdetto negli Stati Uniti, l'impatto delle misure potenzialmente implementate dall'amministrazione Trump potrebbe accentuare tali divergenze.

(5) Price Earning Ratio: rapporto tra prezzo e utili.

Qual è il vostro principale scenario per il 2025?

International Equity

Y. I. : Iniziamo il 2025 con un posizionamento estremamente prudente, senza l'intenzione riassumere un'esposizione significativa al rischio nell'attuale contesto. Le ripercussioni dell'ultimo anno elettorale globale, insieme al secondo mandato di Donald Trump negli Stati Uniti, hanno amplificato le incertezze su inflazione, crescita e scambi commerciali. Parallelamente, gli investitori si ritrovano a navigare in un ambiente contraddistinto da una nuova realtà geopolitica, dai cambiamenti nelle catene di approvvigionamento e dai folgoranti sviluppi dell'intelligenza artificiale. Riteniamo che diverse opportunità permangano in questo contesto. Negli Stati Uniti il mercato azionario rimane allettante, grazie a una forte crescita economica, utili solidi e un tasso di innovazione elevato. Anche se i flussi rimangono concentrati sui "Magnificent Seven"⁽⁶⁾, vi sono anche altre opportunità, soprattutto nel settore bancario, che dovrebbe beneficiare della promessa deregolamentazione. Sul fronte dei risultati societari, teniamo d'occhio le aspettative di una crescita degli utili estremamente elevata, intorno al 15%⁽⁷⁾. Un'eventuale delusione di queste potrebbe causare una forte ondata di liquidazioni.

In Europa, nonostante gli ostacoli legati all'energia, all'instabilità politica e alla debole produttività, i settori sanitario, industriale e beni di lusso, sostenuti da imprese con un margine competitivo a livello mondiale, offrono opportunità. Risulta difficile considerare i paesi emergenti come un blocco omogeneo, data la misura in cui i loro fondamentali economici differiscono. Tuttavia, nel complesso la crescita ha mostrato una significativa resilienza, e l'inflazione è nettamente diminuita rispetto ai massimi toccati nel 2022. In Cina, nonostante le importanti misure di stimolo, il Partito fatica a stimolare la domanda interna. Gli annunci di un allentamento monetario diffusi a novembre sono stati deludenti, ma il governo ha ancora margine di manovra per aumentare il deficit. La rielezione di Donald Trump e la minaccia di nuovi dazi potrebbero accentuare questa pressione, costringendo Pechino a privilegiare i consumi interni a fronte di un contesto più difficile per le esportazioni. Continuiamo ad essere esposti ai consumi domestici in Cina e, più in generale, in Asia e America Latina. Per concludere, il nostro scenario è quello di un contesto incerto, in cui le sfide legate a geopolitica, inflazione e crescita coesistono con opportunità, soprattutto in specifici settori talvolta trascurati, e nei mercati regionali resilienti.

(6) I Magnificent Seven comprendono sette azioni americane del settore tech, in particolare Microsoft, Nvidia, Tesla, Meta, Apple, Alphabet e Amazon.

(7) Fonte : Consensus, dicembre 2024.

European Equity

A. B.: Le aspettative sull'Europa sono molto basse quest'anno, a fronte di una crescita economica modesta, prevista intorno all'1 %, e un aumento degli utili per azione tra il 7% e l'8 % secondo il consensus¹. La flessione dei PMI riflette una forte incertezza da parte degli operatori economici. La mancanza di una ripresa in Cina, le tensioni sui futuri dazi e la politica, percepita come inflazionistica, di Donald Trump si aggiungono alle difficoltà politiche nell'Eurozona.

Tuttavia, abbiamo individuato alcuni fattori che potrebbero controbilanciare queste preoccupazioni. L'arrivo di Donald Trump alla Casa Bianca potrebbe avere effetti positivi che, per il momento, non sono ancora stati presi in considerazione. In primo luogo, la dichiarata volontà di trovare una rapida soluzione al conflitto russo-ucraino potrebbe consentire di ridurre in parte il premio al rischio che penalizza i mercati europei dall'inizio del conflitto. Il presidente Zelensky continua a dipendere dai finanziamenti americani e ciò potrebbe costringerlo a trovare un compromesso.

In secondo luogo, la necessità di incrementare le spese militari nei paesi membri della NATO costituisce un ulteriore elemento che potrebbe spingere la Germania a superare lo stallo sul bilancio. Inoltre, possiamo supporre che, una volta annunciato l'aumento dei dazi statunitensi, la Cina sarà in grado di calibrare un piano di stimoli fiscali potenzialmente più orientato verso i consumi interni, il che potrebbe avvantaggiare indirettamente l'Europa. Infine, poiché l'inflazione è già più resiliente negli Stati Uniti che in Europa, il carattere inflazionistico del programma di Donald Trump ci induce a ritenere che la Fed potrebbe mantenere un tono piuttosto hawkish, come mostrato in occasione della riunione dello scorso dicembre. Per contro, la situazione appare molto diversa in Europa, dove l'inflazione continua a diminuire, concedendo margini di manovra più ampi alla BCE. Il percorso di discesa dei tassi potrebbe quindi sostenere il credito, stimolare l'attività economica e, infine, giovare ai mercati azionari.

Fixed Income

E. P.: Ci attendiamo una desincronizzazione delle economie e delle politiche monetarie sulle due sponde dell'Atlantico nel 2025. Le banche centrali sembrano mantenere la rotta avviata, mentre prosegue l'irripidimento delle curve dei rendimenti, con un aumento del rischio sui tassi a lungo. Stando alle proiezioni del mercato, che attualmente prevede quattro tagli dei tassi, la tendenza europea è in linea con quella statunitense. Pertanto, il tasso terminale della BCE potrebbe attestarsi a un livello superiore al 2%. Ciononostante, probabilmente quest'ultima sarà costretta ad adottare un ritmo più sostenuto, poiché la crescita rimane la sua principale preoccupazione, mentre le incertezze politiche continuano a pesare, così come le intenzioni protezionistiche del nuovo presidente americano.

(7) Source: Consensus december 2024.

(8) Purchasing Managers' Index, an indicator reflecting the confidence of purchasing managers in a sector of activity. Above 50, it indicates an expansion in activity; below 50, a contraction.

(9) In favor of a more restrictive monetary policy to combat inflation.

(10) Scenario in which inflation slows but unemployment does not rise.

Negli Stati Uniti, sembra difficile ipotizzare ulteriori tagli dei tassi da parte della Fed, soprattutto a causa dei rischi inflazionistici legati al programma della futura amministrazione americana. Finora la banca centrale è riuscita a riportare l'inflazione in prossimità dell'obiettivo senza causare una recessione, realizzando lo scenario quasi idilliaco dell'Immaculate Disinflation. È verosimile che il tasso neutrale si attesterà a un livello più elevato rispetto a quanto previsto in precedenza. Il mercato del lavoro sarà oggetto di un attento esame, così come l'impatto delle misure promesse dal candidato Trump. Non possiamo escludere che la banca centrale americana possa essere indotta ad alzare nuovamente i tassi nel corso del 2025.

Il nuovo anno dovrebbe comunque registrare una continuità rispetto al 2024, con un progressivo irripidimento della curva dei rendimenti. La capacità reattiva sarà fondamentale, poiché le opportunità potrebbero nascere da eventi e decisioni con effetti contraddittori in ambiti diversi. Alla fine, il buon andamento del mercato del credito dipenderà dall'efficace allineamento della politica monetaria allo scenario macroeconomico di ciascuna regione. In tale contesto, la flessibilità dimostrata dalla Fed contrasta con l'apparente rigidità del calendario della BCE. Tuttavia, considerando gli attuali fondamentali, l'asset class continua a beneficiare di una certa attrattiva. Rimaniamo vigili sulla ciclicità delle nostre posizioni e sulla qualità del credito in generale. A nostro avviso, le valutazioni apparentemente elevate di alcuni segmenti sono giustificate dai fondamentali, a condizione che il contesto macroeconomico non deteriori.

Venti contrari e i venti favorevoli?

International Equity

Y. I. : Nel 2025, diversi fattori chiave potrebbero influenzare i mercati. Tra questi, la divergenza delle politiche monetarie tra Fed e BCE. La Fed potrebbe mantenere tassi elevati per contenere un'inflazione stimolata dalla politica espansionistica di Donald Trump, mentre la BCE potrebbe assumere un atteggiamento più accomodante per sostenere una crescita debole in Europa. I primi 100 giorni del presidente americano saranno decisivi: i tagli fiscali e la deregolamentazione promessi potrebbero favorire la crescita a breve termine ma un maggiore protezionismo rischia di frenare l'economia e aggravare l'inflazione. La prospettiva di un dollaro forte potrebbe penalizzare le esportazioni americane e mettere in difficoltà i mercati emergenti con debito denominato in dollari. Allo stesso tempo, bisogna monitorare il trend dell'intelligenza artificiale, che sta concentrando i flussi nel mercato azionario. Si teme una significativa correzione nel caso in cui le aspettative degli investitori venissero deluse dalla capacità delle

imprese di trasformare questa tecnologia in risultati concreti. Inoltre, lo sviluppo dell'IA pone sfide energetiche legate ai forti consumi. Sul fronte asiatico, la Cina deve riorientare la crescita sulla domanda interna per compensare un contesto commerciale internazionale più difficile. Infine, a livello globale, l'aumento dei debiti pubblici rimane una delle principali sfide, con un debito americano pari al 6,3% del PIL nel 2024 e un debito globale mondiale pari al 93% del PIL⁽¹¹⁾.

European Equity

A. B.: La sottoperformance dei mercati europei è riconducibile soprattutto alle incertezze legate a una crescita economica fragile, all'aumento dei dazi e all'instabilità politica in Europa, tutti fattori ampiamente individuati dagli investitori. Di fatto, è lecito chiedersi se questa sottoperformance è destinata a perdurare visto il divario nelle valutazioni – ai massimi storici tra mercati europei ed americani – e le leve economiche di cui dispone l'Europa. I salari reali continuano a crescere in un mercato del lavoro solido, mentre i risparmi in eccesso aspettano soltanto un ritorno della fiducia per essere liberati. Dal canto suo, con un P/E di 22,2 e una crescita attesa dell'EPS⁽¹²⁾ al 15%, riteniamo che il mercato americano sia a rischio in caso di indebolimento dell'economia o di una semplice normalizzazione dei tassi di crescita legati al tema dell'AI⁽¹⁾.

Per contro, i mercati europei offrono numerose opportunità. In particolare, quella di investire in campioni europei sottovalutati con una forte esposizione internazionale e in settori che potrebbero beneficiare di catalizzatori a nostro avviso plausibili. Tra questi ultimi, possiamo citare il settore dell'edilizia, che trarrebbe vantaggio dalla fine del conflitto in Ucraina, il settore immobiliare, che accoglierebbe favorevolmente una politica monetaria più accomodante da parte della BCE e i settori industriali (materie prime, prodotti chimici, beni industriali, auto, ecc.) che potrebbero trarre benefici dai piani di rilancio tedeschi e/o cinesi.

Più in generale, i settori le cui valutazioni attualmente riflettono uno scenario di rallentamento economico dovrebbero registrare una ripresa in caso di miglioramento del sentiment. In questo senso, lo stile Value⁽¹³⁾ potrebbe riprendere slancio dopo la lieve sottoperformance registrata nel 2024. Infine, possiamo anche concentrarci sui fattori di differenziazione. La transizione ecologica è in corso in Europa, dove si sono già insediati i principali operatori. La diminuzione dei tassi che si prospetta dovrebbe consentire una nuova accelerazione degli investimenti su questo tema. L'Europa ha un vantaggio in questo campo e, con l'aumento del consumo energetico legato all'intelligenza artificiale, il fabbisogno di energia diventerà un'opportunità per la regione.

(11) Fonte: IMF, dicembre 2024

(12) Utili per azione.

(13) Si parla di strategia "value" quando l'investitore cerca di individuare società sottovalutate dal mercato in un determinato momento, ovvero società con valutazioni inferiori a quelle che dovrebbero avere sulla base dei risultati conseguiti e dal valore degli attivi dell'impresa. Gli investitori "value" selezionano titoli con un rapporto prezzo/valore contabile basso o rendimenti da dividendi elevati.

E. P.: Tra i venti contrari, la situazione politica rimane la maggiore fonte di preoccupazione. Le elezioni anticipate in Germania e l'instabile contesto governativo della Francia pesano su una già debole crescita dei due principali driver dell'Eurozona. Tanto più che i provvedimenti promessi da Donald Trump – riduzione delle imposte, giro di vite sull'immigrazione e aumento dei dazi – sono destinati ad affossare l'Europa per favorire l'economia americana. Questi ultimi comportano inoltre un rischio inflazionistico non trascurabile.

La Fed potrebbe essere combattuta tra i suoi due principali timori: inflazione e occupazione. Il mercato del lavoro comincia a inviare segnali contraddittori, mentre la volontà manifestata da Donald Trump di contenere l'immigrazione potrebbe accentuare le tensioni e rafforzare l'inflazione salariale. Il ritorno dell'inflazione costringerebbe la Fed ad aumentare nuovamente i tassi, causando instabilità nel mercato del credito.

Tuttavia, permangono alcuni elementi positivi. Lo scenario economico è ancora favorevole all'asset class. Anche se in termini assoluti i rendimenti sono inferiori a quelli degli anni scorsi, in termini relativi, risultano più interessanti di quelli del mercato monetario. Pertanto, i flussi dovrebbero mantenersi sugli attuali livelli. Inoltre, a fronte delle significative incertezze di questo periodo, l'asset class dimostra una significativa resilienza. In più, la capacità delle banche centrali di effettuare gli aggiustamenti necessari e avvicinarsi all'obiettivo di inflazione ha permesso di garantire una relativa stabilità sui mercati. Possiamo solo sperare che proseguano su questa strada.



Indipendenza, rigore e savoir-faire...

l'expertise di Rothschild & Co
nella gestione patrimoniale

am.eu.rothschildandco.com

Per maggiori informazioni,
scansiona il codice QR.



Comunicazione pubblicitaria.

Rothschild & Co Asset Management, società di gestione del portafoglio con capitale di 1.818.181,89 euro, 29, avenue de Messine - 75008 Parigi. Approvazione AMF n. GP 17000014, RCS Paris 824 540 173. © Rothschild & Co Asset Management Europe. Tutti i diritti riservati.

Disclaimer

Comunicazione pubblicitaria. Le informazioni, i commenti e le analisi contenuti in questo documento sono forniti a scopo puramente informativo e non devono essere considerati come consulenza in materia di investimenti, consulenza fiscale, raccomandazioni o orientamenti sugli investimenti da parte di Rothschild & Co Asset Management.

Le informazioni, le opinioni e i dati menzionati in questo documento, ritenuti legittimi e accurati alla data di pubblicazione in conformità al contesto economico e finanziario prevalente in quel momento, sono soggetti a modifica in qualsiasi momento. Sebbene questo documento sia stato redatto con la massima cura utilizzando fonti considerate affidabili da Rothschild & Co Asset Management, non si garantisce l'accuratezza o la completezza delle informazioni e delle valutazioni in esso contenute. Tali informazioni sono indicative e possono essere modificate senza preavviso. Rothschild & Co Asset Management non ha verificato in modo indipendente le informazioni contenute in questo documento e, pertanto, non può essere ritenuta responsabile per eventuali errori o omissioni, né per l'interpretazione delle informazioni in esso contenute. Tutti i dati sono stati elaborati sulla base di informazioni contabili o di mercato. Non tutti i dati contabili sono stati sottoposti a revisione da parte di un revisore legale dei conti.

Si ricorda che la performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati futuri e non è costante nel tempo. Inoltre, data la natura soggettiva di alcune analisi, è opportuno sottolineare che le informazioni, le proiezioni, le stime, le anticipazioni, le ipotesi e/o le opinioni menzionate non sono necessariamente adottate dai team di gestione del portafoglio di Rothschild & Co Asset Management o delle sue affiliate, i quali agiscono in base alle proprie convinzioni. Alcune dichiarazioni previsionali sono elaborate sulla base di ipotesi specifiche, che potrebbero differire parzialmente o totalmente dai risultati effettivi. Qualsiasi stima ipotetica è intrinsecamente speculativa ed è possibile che alcune o tutte le ipotesi alla base di tali illustrazioni ipotetiche non si concretizzino o divergano significativamente dalle determinazioni attuali. Questa analisi è valida solo al momento della stesura del presente rapporto.

Pubblicato da Rothschild & Co Asset Management, una società di gestione del risparmio con un capitale sociale di €1.818.181,89, situata in 29 Avenue de Messine – 75008 Parigi, autorizzazione AMF n. GP 17000014, Registro del Commercio e delle Imprese di Parigi n. 824 540 173.

È vietata qualsiasi riproduzione, parziale o totale, di questo documento senza la previa autorizzazione di Rothschild & Co Asset Management ed è perseguibile legalmente.

