

OUTLOOK & CONVICTIONS

BANCA PRIVATA

#12



EDMOND
DE ROTHSCHILD

sintesi

Editoriale di Nicolas Bickel, CFA	4
Previsioni macro di Dr. Mathilde Lemoine 2025: investimenti vs aumento dei dazi doganali	6
US e commodities di Manuel Maleki, Ph. D Crescita ancora solida negli Stati Uniti, ma i prezzi delle materie prime sembrano dipendere maggiormente dalle politiche statunitensi e cinesi	8
Azioni USA di Hervé Prettre L'eccezionalismo americano rafforzato dall'elezione di Trump	12
Rapporto speciale di Darius Bakhtari e Clément Outin Settori sotto pressione nel 2024, la selettività rimane la chiave nel 2025	16
Azioni Europee di Hervé Prettre e Anthony Toupin I mercati azionari europei restano sotto pressione, ma esistono opportunità	19
Azioni Cinesi di Xiadong Bao La Cina è un affare di tutti	24
Reddito fisso di Guilhem Savry Eccezionalismo americano: qual è l'impatto sui mercati obbligazionari?	27
Obbligazioni ad alto rendimento di Alexis Foret L'attuale contesto di mercato è favorevole al segmento high yield?	31
Megatrend: sicurezza di Aymeric Gastaldi Un irrefrenabile bisogno di resilienza	34
Forex di Jean-Marc Guillot E se l'inflazione fosse finalmente tornata?	36

Contributori

Direttore della pubblicazione: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking

Capo redattore: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research

Coordinatore editoriale: Ariane Girouard

Progettato e prodotto da Edmond de Rothschild

Immagini: Edmond de Rothschild, Unsplash, AdobeStock

Relazione conclusa il 15 dicembre 2024

editoriale



Nicolas Bickel, CFA
Group Head of Investment Private Banking

Per molti versi, il 2024 è stato un anno eccezionale per i mercati finanziari. Sono infatti molte poche le asset class che hanno registrato rendimenti negativi. L'indice S&P 500 ha stabilito più di 59 record di valutazione quest'anno, cosa che è accaduta solo quattro volte dal 1928, ed è in procinto di realizzare il secondo anno consecutivo di performance superiore al 20% dopo il +24% del 2023. Allo stesso tempo, anche i beni rifugio sono ai massimi. È il caso dell'oro, che è salito del 27% nel 2024, beneficiando in particolare della domanda dei Paesi BRICS che cercano di diversificare le loro riserve valutarie e dei 146 tagli dei tassi effettuati dalle banche centrali di tutto il mondo, la terza ondata di ribassi più importante della storia. Per quanto riguarda il petrolio, è scambiato a livelli vicini a quelli di una recessione globale, il che è ben lontano dalla realtà economica.

Mentre l'anno volge al termine, ci poniamo tutti le stesse domande: come saranno i mercati finanziari nel 2025? Ci sono ancora abbastanza catalysts per ripetere le performance del 2024?

È normale dubitare dato che l'Europa sta lottando per rilanciare la propria economia. Il Vecchio Continente è infatti alle prese con una serie di incertezze politiche che frenano gli investitori e pesano sulla fiducia dei consumatori. Anche i Paesi emergenti, guidati dalla Cina, sono in attesa di un rimbalzo dei consumi e del ritorno degli investitori sui mercati finanziari. Questi ultimi sono preoccupati per le incertezze legate al possibile impatto di future guerre commerciali con la nuova amministrazione statunitense. Questo spiega perché le valutazioni azionarie sono generalmente inferiori alle loro medie storiche sia in Europa che in Cina. I mercati statunitensi, invece, presentano valutazioni elevate, anche senza tenere conto dei Magnifici 7, il cui contributo alla performance dell'indice

di riferimento si è normalizzato nell'ultimo anno. Questa situazione non riguarda solo le azioni statunitensi ma anche le obbligazioni di qualsiasi tipo, con premi di rischio vicini ai minimi storici. Tenendo conto del fatto che i rendimenti assoluti sono rimasti relativamente alti in seguito alle revisioni delle prospettive di taglio dei tassi negli Stati Uniti, questa configurazione non suggerisce a prima vista che le obbligazioni siano tatticamente molto interessanti.

Negli Stati Uniti, l'elezione di Donald Trump e la sua promessa di attuare politiche ultra-liberiste hanno alimentato le speranze degli investitori.

Alcuni mercati sono certamente costosi e potrebbero rimanere tali ancora per molto tempo. Sono presenti diversi fattori attualmente alla base delle elevate valutazioni sia delle azioni che delle obbligazioni statunitensi, come la tenuta dell'economia in un contesto di disinflazione (anche se in rallentamento dall'inizio dell'anno) e i previsti aumenti di produttività. L'avvento dell'intelligenza artificiale e il graduale spostamento dei profitti dai produttori verso le aziende che utilizzano queste soluzioni sta diffondendo le promesse di un aumento dell'efficienza e di crescita dei margini.

Negli Stati Uniti, l'elezione di Donald Trump e la sua promessa di attuare politiche ultra-liberiste hanno alimentato le speranze degli investitori, così come l'imprenditore Elon Musk che ha svolto un ruolo importante in questo senso. Alla fine del 2024, gli investitori ritengono che valga la pena perseguire il «sogno MAGA» (Make America Great Again, slogan della campagna elettorale di Trump).

Per molti, Elon Musk incarna lo spirito di innovazione e di efficienza americano. È l'uomo che, in un decennio, ha portato grandi innovazioni nel settore spaziale (a una frazione del costo dei suoi concorrenti), ma anche l'uomo che ha ridotto la forza lavoro di Twitter di quasi il 90% da quando lo ha acquistato a fine del 2022, aumentando al contempo l'efficienza e mantenendo l'innovazione. La volontà di applicare questi metodi al governo degli Stati Uniti, ma anche di incoraggiare questa ricerca di efficienza all'interno dell'economia statunitense, con norme meno costose per le aziende, è

uno dei raggi di speranza per i mercati finanziari, che accettano le valutazioni attuali. Il sogno di Trump e Musk è quello di un'America più produttiva ed efficiente, con un governo meno spendaccione per compensare gli effetti dei tagli fiscali. Una maggiore deregolamentazione potrebbe accelerare ulteriormente l'innovazione, consentendo agli Stati Uniti di mantenere il vantaggio tecnologico ed economico che ne ha determinato il dominio sui mercati finanziari mondiali dopo la crisi finanziaria del 2008.

I mercati finanziari si affacciano quindi al 2025 con molte speranze, ma anche con molte aspettative.

A questo proposito, i mercati ritengono che il secondo mandato di Trump potrebbe assomigliare al primo di Reagan, incentrato quindi sull'aumento della produttività. Quest'ultima è passata dallo 0,85% annuo sotto il presidente Carter ad esattamente il doppio sotto Reagan, ovvero l'1,7% su base annua. Joe Biden si lascia sicuramente alle spalle un robusto aumento della produttività (+2%), da qui la necessità per Trump di agire in modo rapido e deciso per confermare le aspettative che gli investitori hanno tradotto nei mercati.

I mercati sembrano attualmente accettare questo cambiamento di paradigma, prestando meno attenzione ai potenziali rischi di abuso di potere, conflitti di interesse e deterioramento dei servizi pubblici. I mercati finanziari si affacciano quindi al 2025 con molte speranze, ma anche con molte aspettative che, se tarderanno a realizzarsi, potrebbero portare ad una contrazione degli elevati multipli di negoziazione dei mercati e ad un ampliamento degli spread di credito, portando, a loro volta, ad una correzione dei mercati azionari od obbligazionari.

Selettività e reattività saranno quindi più importanti che mai nel 2025, in particolare nei mercati europei ed emergenti, che potrebbero sorprendere nel medio termine con il ritorno dei consumi, della stabilità politica e delle misure di sostegno alla crescita e all'innovazione. Riteniamo che il 2025 sarà anche un anno di rafforzamento del tema della sicurezza, sostenuto dall'aumento del protezionismo e delle tensioni geopolitiche, sullo sfondo di attacchi informatici sempre più frequenti e del probabile disimpegno del «poliziotto americano» del mondo.

In questo numero presentiamo le nostre prospettive economiche per le principali aree economiche del mondo e illustriamo le implicazioni di questo «eccezionalismo americano» per i mercati azionari ed obbligazionari. Analizziamo inoltre la situazione dei mercati finanziari europei e cinesi e le opportunità che offrono. Infine, esaminiamo l'attrattività delle obbligazioni high yield e le tendenze dei mercati valutari.

Spero che la lettura di questo nuovo numero sia di vostro gradimento e vi auguro buone feste ed un felice 2025.



Guarda il video

2025: INVESTIMENTI VS AUMENTO DEI DAZI DOGANALI

- » Un aumento dei dazi doganali statunitensi avrebbe un impatto negativo sulla crescita... ma le politiche fiscali interne di Stati Uniti e Cina sono espansionistiche.
- » L'impatto inflazionistico dei dazi doganali potrebbe essere limitato dal deprezzamento delle valute rispetto al dollaro.
- » L'Eurozona sta affrontando molteplici svantaggi e soffre per la perdita di competitività dovuta alla crisi energetica.
- » Un'impennata inflazionistica dovuta ad una forte riduzione dell'immigrazione negli Stati Uniti genererebbe un movimento «flight to quality» destabilizzante.

Nonostante le tensioni geopolitiche e la rielezione di Donald Trump, il nostro scenario macroeconomico è sempre attuale. **Come avevamo previsto, la crescita degli Stati Uniti è solida, l'attività economica ha retto in Cina nonostante la persistente crisi immobiliare, mentre l'Eurozona si è fermata.** In definitiva, la crescita globale non ha rallentato, raggiungendo nel 2024 lo stesso 2,7% del 2023.

Le condizioni di credito si sono allentate grazie a politiche monetarie più accomodanti. Il rallentamento dell'inflazione ha consolidato il potere d'acquisto delle famiglie. Negli Stati Uniti, il dinamismo degli investimenti ha sostenuto la crescita, che ha raggiunto quasi il 3% nei primi tre trimestri del 2024. Coerentemente con la nostra precedente analisi, le politiche di investimento volte alla neutralità carbonica, alla sovranità e alla riduzione della dipendenza dalla Cina hanno fornito un forte sostegno all'attività economica e limitato la portata del rallentamento.

L'elezione di Trump rappresenta, ovviamente, una svolta, ma si prevede che rafforzerà la riconfigurazione dell'economia mondiale attualmente in corso, in risposta alla guerra sino-americana. Questa riconfigurazione è caratterizzata da una stabilizzazione dei flussi tra Stati Uniti e Cina, da un forte aumento degli scambi commerciali tra Stati Uniti e Asia, Cina esclusa, da un rafforzamento della regionalizzazione asiatica e degli scambi commerciali tra

Messico e Stati Uniti, da politiche economiche al servizio della sovranità, tra cui la transizione energetica, da un aumento dei prezzi dell'energia per gli europei, da guadagni di quote di mercato per le imprese cinesi rispetto a quelle europee.

La mia analisi strutturale geoeconomica, alla base dell'elaborazione dei nostri scenari macroeconomici sin dal primo mandato di Trump, rimane pertanto fondamentale per le nostre previsioni e ci porta a continuare a prevedere una crescita dinamica negli Stati Uniti del 2,1% nel 2025, una crescita cinese del 4,7% ed una crescita ancora debole nell'Eurozona dello 0,6%. Gli investimenti americani e cinesi e il deprezzamento delle valute rispetto al dollaro potrebbero parzialmente compensare l'impatto negativo dell'aumento dei dazi doganali.

Un aumento dei dazi sulle importazioni statunitensi avrebbe un impatto negativo sulla crescita globale e in particolare su quella statunitense e cinese. Tuttavia, l'entità dell'aumento non è nota, poiché dipende dai negoziati che l'amministrazione Trump avvierà con i suoi partner commerciali. Se ipotizziamo un aumento del 10% dei dazi doganali sulle importazioni statunitensi e del 60% sulle importazioni statunitensi dalla Cina, la crescita mondiale verrebbe ridotta di 0,5 punti percentuali, il commercio mondiale di 3,3 punti percentuali e la crescita statunitense e cinese di 1,3 punti percentuali.

La crescita dell'Eurozona subirebbe un impatto di -0,6 punti percentuali.

Questo esercizio teorico, senza misure di ritorsione, non tiene conto delle politiche economiche attuate. In compenso, l'economia statunitense beneficerebbe dell'estensione della grande riforma fiscale "Tax Cuts and Jobs Act" e di ulteriori tagli delle tasse per sostenere gli investimenti privati, nonostante l'incertezza geopolitica. Anche l'economia cinese dovrebbe essere sostenuta da misure di rilancio dei consumi e degli investimenti, oltre che da una politica monetaria accomodante. Come accade dal 2018, l'impatto negativo dei dazi doganali potrebbe essere parzialmente compensato dal deprezzamento del renminbi e dalla riorganizzazione dei flussi commerciali. L'ASEAN è diventata il principale cliente della Cina, davanti a Stati Uniti ed Unione Europea.

La mia analisi strutturale geoeconomica ci porta a continuare a prevedere una crescita dinamica negli Stati Uniti del 2,1% nel 2025, una crescita cinese del 4,7% e una crescita ancora debole nella zona euro dello 0,6%.

Per quanto riguarda l'Europa, non solo è particolarmente vulnerabile alla guerra dei dazi, ma non ha predisposto alcun ammortizzatore. Innanzitutto, l'Unione Europea rappresenta il secondo deficit commerciale degli Stati Uniti dopo la Cina. È una «mini-Cina» secondo Trump. Inoltre, il nuovo presidente americano sa quanto sia facile dividere gli europei. Tuttavia, la nascita di un processo di cooperazione dipende dalla credibilità delle sanzioni in caso di mancato rispetto delle regole del gioco. Questa credibilità sarà tanto più debole quanto più i Paesi europei difenderanno i loro interessi nazionali. Infine, gli europei sono particolarmente sensibili allo sviluppo di misure coercitive, sanzioni e restrizioni, poiché dipendono fortemente dalle catene globali del valore. Le imprese europee partecipano alle catene globali del valore in misura doppia rispetto alle imprese americane e cinesi, attraverso le importazioni e in misura tripla attraverso le esportazioni di beni intermedi. Gli Stati Uniti superano di gran lunga la Cina come fornitore di prodotti necessari alla rete produttiva europea.

Il settore europeo delle esportazioni sarà tuttavia sostenuto dal deprezzamento dell'euro, che probabilmente avrà un effetto inflazionistico. Il dinamismo dell'economia statunitense genererà un tasso d'inflazione leggermente più elevato, anche se resterà contenuto da una produttività otto volte superiore a quella dell'Eurozona. C'è il rischio che gli Stati Uniti esportino la loro inflazione in Europa, il che peserebbe sui consumi delle famiglie europee e sul settore immobiliare. In effetti questo scenario porterebbe la Banca centrale europea ad adottare una politica monetaria slegata dalla debolezza dei fondamentali europei. Allo stesso tempo, il consolidamento fiscale continuerebbe nell'Eurozona e le finanze pubbliche francesi imporrebbero un premio di rischio negativo all'Eurozona nel suo complesso, limitando le prospettive di investimento.

Per questo motivo continuiamo a prevedere una crescita dello 0,6% nel 2025 nell'Eurozona. Questa media nasconde grandi disparità tra i Paesi. La Spagna e il Portogallo dovrebbero registrare una crescita più dinamica grazie all'impiego del Fondo europeo NextGenEU, così come i Paesi dell'Europa orientale. La Germania continuerà probabilmente a risentire della flessione della domanda automobilistica e della concorrenza cinese ma, a differenza della Francia, ha un margine di manovra nel suo bilancio.

Un simile scenario porterebbe la Federal Reserve ad interrompere prematuramente il suo ciclo di tagli dei tassi d'interesse, il che potrebbe comportare un aumento dei tassi decennali rispetto alla nostra previsione del 3,8% a fine 2025. Questa politica monetaria eserciterebbe una pressione al ribasso sulle valute asiatiche, ma anche sulle valute rifugio, se l'aumento dei dazi doganali dovesse diventare generalizzato.

Il rischio reale è rappresentato dalla natura potenzialmente inflazionistica della politica statunitense, legata in particolare ad una drastica riduzione dell'immigrazione. Per questo motivo, oltre al nostro scenario centrale, il nostro economista specializzato negli Stati Uniti propone un secondo scenario cosiddetto estremo, che porterebbe ad un forte calo della crescita statunitense con una significativa ripresa dell'inflazione. Ciò innescerebbe una fuga verso la qualità ed aumenterebbe la probabilità di una crisi delle finanze pubbliche nell'Eurozona.

Dr. Mathilde Lemoine
Group Chief Economist

CRESCITA ANCORA SOLIDA NEGLI STATI UNITI, MA I PREZZI DELLE MATERIE PRIME SEMBRANO DIPENDERE MAGGIORMENTE DALLE POLITICHE STATUNITENSIS E CINESI



Gitana base, Lorient

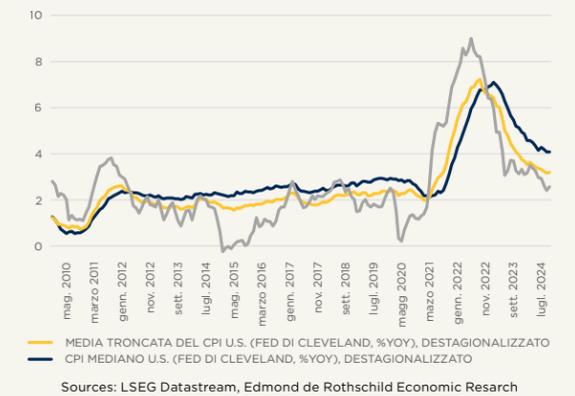
- » Nel nostro scenario centrale, i tagli alle tasse e l'aumento dei dazi promessi da Donald Trump durante la sua campagna elettorale dovrebbero portare ad una crescita di circa il 2% nel 2025 e nel 2026, con un'inflazione che supererebbe il 3% nel 2025 e scenderebbe leggermente al di sotto di questa cifra nel 2026.
- » Riteniamo che l'espulsione di 2 milioni di persone all'anno dagli Stati Uniti sarebbe uno scenario estremo con un forte impatto negativo sulla crescita, potenzialmente dell'1% nel 2025, e provocherebbe un'accelerazione dell'inflazione al 3,6%.
- » Allo stesso tempo, i prezzi delle materie prime subiscono ampiamente l'influenza della politica degli Stati Uniti attraverso il suo impatto sul dollaro e di quella cinese attraverso lo stimolo della domanda.
- » Tuttavia, si prevede che i fattori specifici di ogni materia prima avranno un impatto significativo. Prevediamo che il prezzo dell'oro nero potrebbe subire pressioni, mentre i metalli della transizione energetica potrebbero beneficiare delle politiche industriali e del graduale abbandono dei combustibili fossili.

L'elezione di Donald Trump dovrebbe portare all'attuazione di alcuni aspetti del suo programma. Si prevede quindi l'istituzione di una politica di riduzione delle tasse e di aumento dei dazi doganali. Allo stesso tempo, è probabile che la sua politica sull'immigrazione si traduca principalmente in una riduzione del numero di arrivi invece che in un'espulsione di massa degli immigrati irregolari. Di conseguenza, la crescita potrebbe essere leggermente meno dinamica nel 2025 e nel 2026 rispetto al 2024 e, allo stesso tempo, l'inflazione potrebbe accelerare nel 2025 prima di rallentare nel 2026. Date le grandi incertezze legate all'ascesa al potere di Trump, abbiamo elaborato due scenari: uno centrale, in cui il nuovo presidente attuerebbe tutti i suoi tagli alle tasse e gli aumenti dei dazi e ridurrebbe il flusso di migranti senza aumentare le espulsioni. Il secondo, che non rappresenta il nostro scenario centrale, è uno scenario estremo, caratterizzato da una politica migratoria in linea con il programma della campagna elettorale di Trump, ovvero il rimpatrio di 8 milioni di immigrati irregolari in quattro anni.

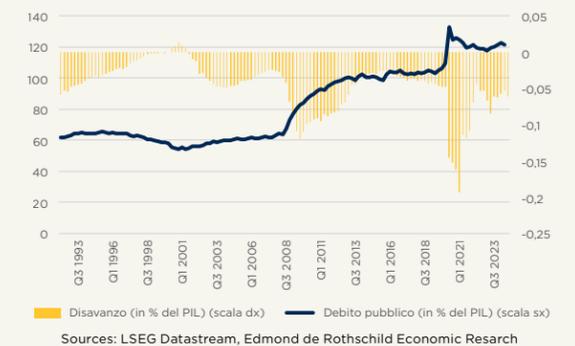
SCENARIO CENTRALE: UN PO' DI CRESCITA IN MENO ED UN PO' DI INFLAZIONE IN PIÙ

Dopo una crescita economica media annua del 2,4% nel 2024, la crescita nel 2025 dovrebbe essere meno dinamica, con una media annua del 2,1%. Questo rallentamento dovrebbe essere radicato nell'indebolimento dei consumi delle famiglie, legato alla normalizzazione del mercato del lavoro e ad un leggero aumento della disoccupazione, che dovrebbe comunque rimanere al di sotto del 4,5%. A ciò dovrebbe accompagnarsi un rallentamento della crescita del potere d'acquisto. Allo stesso tempo, l'inflazione dovrebbe ricominciare a salire e potrebbe raggiungere una media annua del 3,3% (dopo il 2,9% del 2024) a causa della politica protezionistica del nuovo presidente degli Stati Uniti, che dovrebbe attuare i promessi aumenti delle tasse sulle importazioni (60% per i prodotti cinesi e 10% per quelli europei). Ciò provocherebbe un incremento del costo delle importazioni di circa 300 miliardi (mld) di dollari, pari all'1% del PIL, mettendo a dura prova i bilanci delle famiglie. Questo onere sarebbe solo parzialmente compensato dai tagli fiscali, poiché occorrerebbe attendere il 2026 per sentire tutto l'impatto della riduzione delle tasse (circa 700 mld di dollari). Nel 2025, i nuovi tagli fiscali, come l'esenzione dalle tasse sulle mance, potrebbero raggiungere i 200 mld di dollari. La

Diverse misure di inflazione (su base annua, in %)



Disavanzo e debito pubblico (% del PIL)



crescita delle esportazioni rimarrebbe quindi leggermente positiva, mentre quella delle importazioni sarebbe negativa, rendendo il commercio estero un leggero motore di crescita.

Il ritorno di Trump alla Casa Bianca è caratterizzato anche da un elevato livello di incertezza sull'impatto delle sue politiche sulle imprese. Se, da un lato, la riduzione delle tasse sarebbe vantaggiosa per le imprese, dall'altro l'aumento dei dazi e la diminuzione degli immigrati entranti negli Stati Uniti potrebbero frenare le loro prospettive di crescita. Prevediamo quindi un rallentamento della crescita degli investimenti nel 2025 e 2026.



Gitana base, Lorient

Tutte queste politiche avranno probabilmente un impatto inflazionistico, con un aumento dei prezzi del 3,3% medio annuo nel 2025 prima di scendere al 2,8% nel 2026. In questo contesto, le finanze pubbliche dovrebbero continuare a deteriorarsi, con un deficit elevato ed un debito in aumento.

Naturalmente, le prospettive dell'economia statunitense sono soggette a molte incertezze che potrebbero avere un forte impatto sulla crescita e sull'inflazione. Ad esempio, l'attuazione rigorosa del programma di immigrazione del nuovo presidente potrebbe avere un impatto negativo sulla crescita e provocare un incremento dell'inflazione, esponendo le aziende ad una serie di sfide.

**SCENARIO ESTREMO:
UN PROGRAMMA RADICALE CHE
COMPORTEREBBE TANTA CRESCITA IN
MENO E TANTA INFLAZIONE IN PIÙ**

L'impatto economico della piena attuazione del programma di immigrazione di Trump sarebbe significativo, con una crescita dell'1% a causa del calo dei consumi delle famiglie ed un forte rallentamento degli investimenti dovuto all'incertezza generata da questa politica. Entro il 2026, i pieni effetti dei tagli fiscali si farebbero sentire, contribuendo a compensare parte dell'impatto negativo delle espulsioni. L'inflazione, nel frattempo, subirebbe un forte rimbalzo a causa della carenza di manodopera, che innescerebbe uno shock dell'offerta con aumenti salariali e difficoltà produttive in molti settori, come quello energetico, dove il 4% dei lavoratori è clandestino. L'inflazione media sarebbe del 3,6% nel 2025 e del 2,9% nel 2026. Inoltre, questo shock sul mercato del lavoro e la partenza di due milioni di persone avrebbero un impatto negativo sui consumi.

**MATERIE PRIME: POLITICHE STATUNITENSI
E CINESI COME PRINCIPALI CATALYSTS**

Oltre alle caratteristiche specifiche di ciascun prodotto, è probabile che i prezzi delle materie prime saranno fortemente influenzati da due fattori: la situazione in Cina e gli sviluppi della politica statunitense nonché il loro impatto sul dollaro. I grandi piani di sostegno all'economia cinese sarebbero un fattore di mantenimento o di incremento dei prezzi, in particolare per i metalli

industriali e i prodotti energetici. Tuttavia, un apprezzamento del biglietto verde avrebbe un impatto negativo sui prezzi, in quanto costringerebbe gli importatori non statunitensi a pagare prezzi più alti per i loro prodotti.

**I prezzi delle materie prime saranno
probabilmente fortemente influenzati dalla
situazione in Cina e dagli sviluppi della politica
statunitense.**

I prezzi del petrolio potrebbero subire pressioni a causa di una crescita poco dinamica della domanda e di una previsione di offerta più elevata per il 2025. I metalli industriali legati alla transizione, in particolare il rame, potrebbero vedere i loro prezzi sostenuti dalle politiche di transizione e industriali.

Tuttavia, è importante tenere presente che le maggiori incertezze geopolitiche e sui dazi potrebbero generare una significativa volatilità sul mercato delle materie prime.

In conclusione, nel nostro scenario centrale, gli Stati Uniti, sotto la guida dell'amministrazione Trump, continuerebbero a rappresentare un motore di crescita nonostante un suo leggero rallentamento (al 2,1% nel 2025 ed al 2% nel 2026) ed un'accelerazione dell'inflazione (al 3,3% nel 2025 ed al 2,8% nel 2026). Uno scenario estremo, caratterizzato da un'attuazione rigorosa del programma di campagna elettorale che prevede l'espulsione di 2 milioni di migranti irregolari all'anno, comporterebbe una crescita significativamente inferiore, pari all'1% nel 2025, e un'inflazione più elevata, pari al 3,6% nel 2025. Per quanto riguarda le materie prime, l'andamento dei prezzi sarà probabilmente legato a due fattori principali: la performance del dollaro e la portata delle potenziali misure di stimolo cinesi. Occorre inoltre tenere conto di fattori specifici a ciascun prodotto. Ad esempio, i prezzi del petrolio potrebbero essere messi sotto pressione da una crescita modesta della domanda e da un'offerta più dinamica, mentre i metalli legati alla transizione energetica potrebbero beneficiare positivamente delle politiche di decarbonizzazione e di reindustrializzazione - il tutto in un contesto di elevata volatilità.

Manuel Maleki, Ph. D.
Senior Economist US & Commodities

L'ECCEZIONALISMO AMERICANO RAFFORZATO DALL'ELEZIONE DI TRUMP

Il mercato azionario statunitense ha registrato una performance eccezionale nel 2024, sostenuta da un'economia resistente e dal calo dell'inflazione e rafforzata dall'elezione di Donald Trump. L'S&P 500 ha sovraperformato i suoi concorrenti, una tendenza che probabilmente continuerà in futuro visto il probabile rafforzamento dell'eccezionalismo americano con il nuovo presidente.



UNA PRESTAZIONE CHIARA CHE RESTERÀ

Anche prima delle elezioni, l'entusiasmo degli investitori per le azioni statunitensi era elevato grazie alle aspettative di taglio dei tassi e alla tenuta della crescita del Paese. Un altro fattore trainante è stato il continuo aumento degli utili, in particolare nel campo dell'intelligenza artificiale (AI), ma anche nella maggior parte dei settori dell'economia a partire dal secondo trimestre del 2024. Queste aspettative di aumento dei profitti sono state ulteriormente rafforzate dalla prospettiva dei tagli fiscali promessi dal presidente eletto. Il mercato statunitense sembra addirittura disaccoppiarsi dal resto del mondo, grazie alla resilienza della crescita americana a fronte dell'incertezza in Cina e della stagnazione in Europa.

Molti investitori vedono le misure "buone" di Trump per il mercato azionario, come la riduzione delle tasse e la deregolamentazione, arrivare prima e con maggiore certezza rispetto alle misure "cattive" per il mercato azionario, come la deportazione degli immigrati illegali e i dazi sulle importazioni. L'S&P, ad esempio, è salito di quasi il +5% dall'elezione di Trump, l'indice brasiliano Bovespa ha perso il -9% in dollari e l'indice Hang Seng di Hong Kong ha ceduto il -5%, mentre l'indice Stoxx Europe 600 ha perso il -3% (sempre in dollari). L'eccezionalismo americano si riflette quindi sui mercati azionari.

La sovraperformance degli Stati Uniti dovrebbe continuare: il programma di Trump (chiamato «sogno MAGA» da alcuni finanziari) è favorevole agli utili societari statunitensi, la Fed mantiene un orientamento al ribasso dei tassi d'interesse e la crescita degli Stati Uniti rimane solida grazie alla resistenza dei consumatori e agli elevati livelli di spesa pubblica. Nel breve termine, la stagionalità dei mercati è storicamente rimasta positiva fino a maggio, anche dopo le elezioni. L'esposizione degli investitori alle azioni è certamente già molto elevata, ma meno che nei precedenti picchi di mercato. Inoltre, molti osservatori riferiscono che Trump è molto interessato all'andamento dell'S&P 500 e lo considera addirittura un barometro delle sue politiche. La spinta alla deregolamentazione potrebbe non essere sostanzialmente presa in considerazione ai livelli attuali. Di conseguenza, potrebbe verificarsi un grande balzo in avanti della produttività, come nei primi mandati Reagan o Thatcher. Con Elon Musk alla guida del

nuovo Dipartimento per l'efficienza del governo, è difficile capire dove finirà la ristrutturazione dell'azione pubblica. Alcuni parlano addirittura della possibilità di privatizzare la conquista dello spazio, la regolamentazione delle comunicazioni e potenzialmente altri servizi pubblici. L'obiettivo è anche quello di ridurre drasticamente un gran numero di norme costose per le imprese. Questo dovrebbe aprire nuove opportunità per le grandi società e probabilmente portare a un aumento della produttività rispetto alla gestione pubblica.

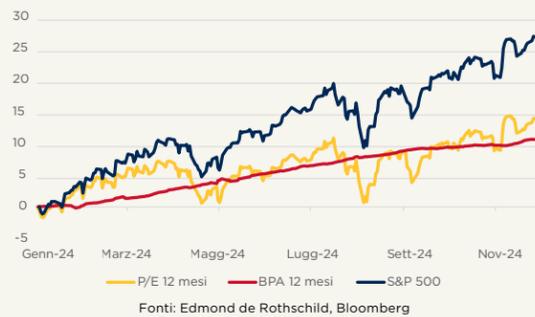
**Il programma di Trump
(chiamato «sogno MAGA»
da alcuni finanziari) è
favorevole agli utili societari
statunitensi.**

Gli investitori si aspettano quindi che l'S&P continui a registrare buone performance nel 2025 sullo sfondo di una spinta politica a favore del mercato da parte dell'amministrazione Trump. Una preoccupazione ricorrente è rappresentata dalle elevate valutazioni dell'S&P 500, e della tecnologia in particolare. Ma questa è solo una parte dell'equazione. Nel 2024, metà della performance dell'S&P 500 è derivata dalla crescita degli utili e metà dall'espansione dei multipli. Sebbene non possiamo aspettarci un'espansione dei multipli nel 2025, visti i livelli attuali, riteniamo che gli utili e i margini dovrebbero continuare a sostenere il mercato: le aspettative di EPS (utili per azione) sono per il +10% per il 2024 e per il +14% per il 2025. Questo dato può sembrare elevato, ma gli ultimi trimestri le società statunitensi hanno dimostrato una capacità senza pari di battere le aspettative, in media del 5% rispetto agli utili previsti (vedi grafico 1). Inoltre, Nvidia e Broadcom, due delle potenze dell'S&P 500 in termini di utili, hanno presentato prospettive superiori alle aspettative (anche se la crescita degli utili di Nvidia è stata inferiore alle aspettative più ottimistiche), il che fa pensare a continui e solidi investimenti nell'AI.

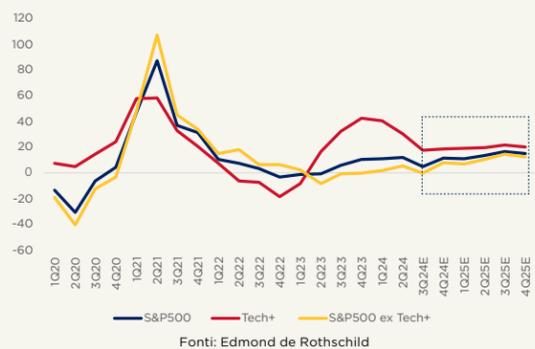
UN NUOVO ACCORDO A LUNGO TERMINE

A lungo termine, riteniamo che l'eccezionalismo americano debba essere rafforzato e favorire la crescita delle imprese del Paese. I consumatori

La performance dell'S&P 500 quest'anno è stata guidata da un'espansione dei multipli di valutazione e delle aspettative sugli utili per azione.



La crescita degli utili nei settori non tecnologici dell'S&P 500 è destinata ad accelerare mentre il settore tecnologico dovrebbe normalizzarsi



americani spendono, mentre europei e cinesi risparmiano. I tagli fiscali per i privati dovrebbero rafforzare questa tendenza. I deficit pubblici negli Stati Uniti sostengono le imprese e i consumatori, ma secondo alcune proiezioni l'amministrazione Trump potrebbe portare a un aumento del deficit di 7.500 miliardi di dollari in 10 anni. La spesa sociale, già bassa negli Stati Uniti (19% del PIL, rispetto al 28% della Germania e al 32% della Francia), è destinata a diminuire ulteriormente. Di conseguenza, gli

investimenti negli Stati Uniti si concentreranno maggiormente sulla produttività, piuttosto che sul benessere sociale.

Il probabile ciclo di deregolamentazione sotto Trump dovrebbe far crescere il tradizionale approccio del laissez-faire a Washington, mentre Bruxelles e Pechino preferiscono guidare le loro economie. Negli ultimi 40 anni abbiamo visto quale metodo è più favorevole alle imprese. L'America di Trump dovrebbe avvicinarsi, almeno nelle ambizioni, al modello liberale degli anni '30 pre-New Deal: capitalismo con poche restrizioni statali, autoregolamentazione e mercato che sostituisce la mano visibile dello Stato, proteggendo il mercato interno. Ciò avviene dopo la politica di Joe Biden, di stampo più europeo, basata su grandi pacchetti di stimolo pubblico e su una regolamentazione più rigida.

A lungo termine, riteniamo che l'eccezionalismo americano debba essere rafforzato e favorire la crescita delle imprese del Paese.

Infine, l'America dovrebbe continuare a godere di un vantaggio fondamentale rispetto a Europa, Cina e Giappone: la sua demografia. Anche con la deportazione degli immigrati illegali, il primo mandato di Trump ha dimostrato la differenza tra le cifre annunciate in campagna elettorale e la realtà: dal 2016 al 2020 sono stati espulsi 400.000 stranieri. La forza demografica degli Stati Uniti è destinata a continuare. L'America sta beneficiando di significativi aumenti di produttività, grazie soprattutto alla sua padronanza della tecnologia e all'importante ruolo svolto dalle aziende tecnologiche nell'indice (38% dell'S&P 500, rispetto al 7% dello Stoxx 600 in Europa).

A livello settoriale, riteniamo che la performance dei settori all'interno dell'S&P 500 dovrebbe continuare sulla traiettoria vista dall'agosto 2024, vale a dire una performance più lineare tra i settori. Infatti, nel 2024, solo Nvidia, uno dei «Magnifici 7» del 2023, rimane nella top 10 dello S&P 500, insieme a United Airlines, al produttore di taser Axon e al fornitore di servizi pubblici Constellation Energy! Questa performance

meno guidata dalla tecnologia dovrebbe continuare nel 2025. Le aspettative di guadagno sono più uniformi tra i vari settori, mentre l'S&P 500 escluso il settore tecnologico ha registrato una crescita negativa degli utili fino al primo trimestre del 2024 (cfr. grafico 2).

Un altro catalizzatore della performance settoriale è la nuova amministrazione Trump, dopo la vittoria nella corsa alla Casa Bianca e la nuova maggioranza repubblicana in entrambe le camere del Congresso. Il mercato dovrebbe continuare a favorire i settori esposti alle sue politiche, in particolare i finanziari, i beni di consumo discrezionali (tra cui l'industria automobilistica e l'edilizia residenziale), il petrolio e la tecnologia, nonché alcune società industriali che producono e vendono negli Stati Uniti. Tuttavia, la severità con cui Trump potrebbe limitare la sua politica commerciale rimane una spada di Damocle per le aziende globali. In particolare, in caso di nuove tensioni con la Cina, i settori più a rischio sono gli esportatori industriali con un'ampia percentuale di produzione in Cina, i materiali, alcuni settori della tecnologia (in particolare i semiconduttori) e i fornitori di energia rinnovabile.

DECORRELAZIONE DAGLI ALTRI MERCATI PRINCIPALI

Rimaniamo neutrali sulle azioni internazionali rispetto alla nostra raccomandazione di sovrappeso sugli Stati Uniti. L'elezione di Trump sta alimentando l'incertezza in Europa e il suo programma, anche se solo parzialmente attuato, penalizzerà certamente l'economia e alcuni esportatori europei. Il rialzo del dollaro è vantaggioso per l'investitore europeo, che dovrebbe aumentare l'appetito per i titoli dell'S&P e limitare l'interesse dell'investitore in dollari ad acquistare titoli denominati in euro. Non è una novità: l'attrattiva delle azioni statunitensi è tale che, dal 2010, tutti i settori dell'S&P 500 hanno sovraperformato le loro controparti settoriali nello Stoxx Europe 600. Questa tendenza è probabilmente rafforzata dall'andamento del dollaro. Questa tendenza sarà probabilmente rafforzata dalla forza dell'economia statunitense rispetto a quella europea, dai piani di riduzione delle tasse del nuovo presidente degli Stati Uniti e dalle preoccupazioni economiche e politiche in Francia e ora in Germania.

Per quanto riguarda le azioni cinesi, è probabile che siano nel mirino del nuovo presidente, con tariffe potenzialmente fino al 60% sulle importazioni dagli Stati Uniti, l'esatto livello della differenza dei costi di produzione tra i due Paesi. Questa perdita di competitività nelle esportazioni verso gli Stati Uniti potrebbe non essere completamente compensata da misure di sostegno al consumo interno in Cina.

In conclusione, le azioni statunitensi dovrebbero mantenere il loro slancio, con una gamma più ampia di settori che contribuiranno maggiormente alla performance dell'indice. Tuttavia, la selettività rimane all'ordine del giorno, con l'obiettivo di acquisire esposizione ai settori che probabilmente beneficeranno maggiormente della nuova amministrazione Trump. Anche i settori esposti a megatrend come quello della sicurezza (vedi pagina 34) potrebbero continuare a sovraperformare.

Hervé Prettre
Head of Global Investment Research

SETTORI SOTTO PRESSIONE NEL 2024, LA SELETTIVITÀ RIMANE LA CHIAVE NEL 2025

Il settore dei beni di lusso ha risentito della debolezza della spesa dei clienti cinesi, il suo principale mercato, e del rischio di dazi negli Stati Uniti, il suo secondo mercato. Tuttavia, la situazione dovrebbe stabilizzarsi entro il 2025. L'industria automobilistica europea potrebbe essere ancora sotto pressione, mentre i produttori americani dovrebbero essere più protetti dalla concorrenza.



Château Clarke, Lustrac-Médoc, France

BENI DI LUSO: COME EMERGERE TRA UN MERCATO CINESE DEBOLE E I DAZI DOGANALI DI TRUMP?

La spesa globale nel settore dei beni di lusso dovrebbe raggiungere quasi 1,5 miliardi di euro nel 2024, una cifra relativamente stabile rispetto al 2023, con un tasso di crescita stimato tra il -1% e lo 0% su base annua, ben al di sotto degli aumenti tra il +5% e il +9% registrati tra il 2020 e il 2023.

Il mercato dei beni di lusso personali potrebbe subire il primo rallentamento dalla crisi finanziaria del 2008. Secondo un rapporto della società di consulenza Bain & Company, oggi circa 50 milioni di consumatori di beni di lusso hanno smesso di acquistare borse e altri articoli di marca. Sempre secondo Bain, solo un terzo dei marchi del lusso chiuderà l'anno con una crescita positiva, rispetto ai due terzi dello scorso anno. Questa situazione si spiega con l'incertezza economica globale, in particolare in Cina, dove il calo della domanda in questo mercato chiave, a seguito della crisi immobiliare e della deflazione dei prezzi, è motivo di preoccupazione. Il secondo vento contrario è che il forte aumento dei prezzi nel settore del lusso dal 2020 significa che i cosiddetti clienti «aspirazionali» della generazione Z, i cui stipendi non hanno tenuto il passo con i prezzi, sono meno propensi ad acquistare beni di lusso. Ciò è meno vero per i prodotti di lusso assoluto ad alto prezzo, che si rivolgono a una clientela molto benestante e meno colpita dall'inflazione. Infine, il rischio di dazi negli Stati Uniti è un'altra fonte di preoccupazione per i marchi di lusso europei.

Il mercato di lusso dovrebbe seguire una traiettoria positiva entro il 2030, con un mercato di riferimento più ampio.

Tuttavia, una graduale ripresa da qui alla fine del 2025 è ancora possibile, in primo luogo in Cina grazie alle misure di stimolo, in secondo luogo negli Stati Uniti se Trump implementerà rapidamente i suoi tagli fiscali e in terzo luogo in Giappone, che beneficia di un effetto cambio favorevole per i turisti asiatici. Inoltre, i mercati emergenti rappresentano nuove vie di crescita

potenziale, come l'America Latina, l'India, il Sud-est asiatico e l'Africa, che complessivamente dovrebbero avere oltre 50 milioni di consumatori di lusso di classe medio-alta entro cinque anni. Il mercato dovrebbe seguire una traiettoria positiva entro il 2030, con un mercato di riferimento più ampio. Anche l'innovazione dovrebbe incrementare le vendite, in particolare l'ingresso in nuovi settori come l'abbigliamento sportivo chic e i cosmetici di fascia alta.

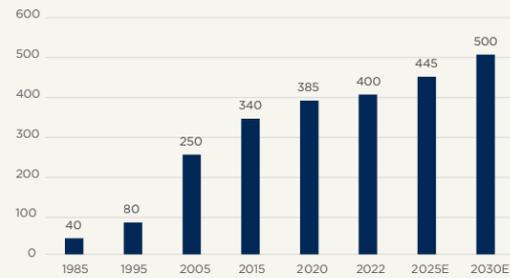
AUTOMOTIVE: DIFFICOLTÀ STRUTTURALI PER I PRODUTTORI EUROPEI, LO SCUDO DI TRUMP PER I PRODUTTORI AMERICANI

Il settore automobilistico è stato afflitto per diversi anni da difficoltà che ne hanno minato l'attività. Mentre i blocchi del 2020 hanno portato a un arresto della produzione, la ripresa post-pandemia del 2021 è stata limitata dalla carenza di componenti dovuta a interruzioni della catena di approvvigionamento. L'anno 2023 è stato migliore grazie all'aumento dei prezzi, al lancio di nuovi modelli e al successo dei veicoli elettrici (EV) con l'aiuto di sussidi pubblici. Le speranze che il rimbalzo continuasse nel 2024 per i produttori europei sono state deluse dal rallentamento delle vendite di veicoli elettrici in seguito alla scadenza dei sussidi e alla minore propensione dei consumatori, ma soprattutto dalla rapida affermazione dei modelli cinesi. Inoltre, il lancio di un gran numero di modelli in un momento di rallentamento del mercato ha portato a un calo dei prezzi e a una serie di profit warning da parte delle aziende europee.

Le case automobilistiche degli Stati Uniti si trovano in una posizione migliore, con un mercato dei veicoli elettrici protetto e una minore pressione normativa.

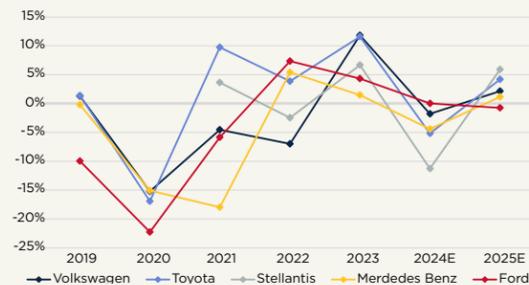
Oltre alle difficoltà congiunturali, esistono minacce strutturali per il settore europeo, come il rischio che i produttori cinesi continuino a guadagnare rapidamente quote di mercato, nonostante i dazi doganali europei imposti ai produttori cinesi nel 2024. La minaccia di un aumento dei dazi sulle esportazioni verso gli Stati Uniti è seria e il contesto normativo

Il numero di clienti del settore del lusso potrebbe raggiungere i 500 milioni di persone entro il 2030



Fonte: Kepler Cheuvreux

Vendite di veicoli dei cinque maggiori costruttori mondiali



Fonti: Edmond de Rothschild, Bloomberg

europeo non è molto favorevole, come dimostra il rischio di multe europee colossali per i produttori che non vendono abbastanza veicoli elettrici in Europa nel 2025. Infine, la domanda europea è al minimo, anche se la capacità produttiva è tornata a livelli elevati. La rapida elettrificazione del settore sembra essere a rischio a causa dell'infrastruttura di ricarica ancora frammentaria, del ritiro degli aiuti finanziari e dei sussidi e dell'aumento dei costi di leasing. Le case automobilistiche europee devono ristrutturarsi, ma di quanto dovranno ridurre la capacità produttiva?

Le case automobilistiche degli Stati Uniti si trovano in una posizione migliore, con un mercato dei veicoli elettrici protetto e una minore pressione normativa, che consente ai due produttori storici di concentrarsi su modelli convenzionali a più alto margine. L'arrivo al potere di Trump dovrebbe rafforzare la protezione del mercato interno, limitare la concorrenza giapponese nei classici veicoli di tipo SUV e aumentare il potere d'acquisto degli americani. L'eccezionalità americana è più che rilevante in questo settore.

Darius Bakhtari

Research analyst, Global Investment Research

Clément Outin

Research analyst, Global Investment Research

I MERCATI AZIONARI EUROPEI RESTANO SOTTO PRESSIONE, MA ESISTONO OPPORTUNITÀ

I mercati europei stanno strutturalmente sottoperformando le loro controparti statunitensi a causa di una serie di fattori: slancio economico fiacco, orientamento industriale, esposizione alla Cina e incertezza politica. Esistono tuttavia delle opportunità, in particolare nel mercato svizzero.



SOTTOPERFORMANCE CRONICA RISPETTO A WALL STREET

Il mercato azionario europeo ha strutturalmente sottoperformato quello statunitense dal 2006! Questa sottoperformance era già ben radicata anche prima che i «Magnifici 7» iniziassero a dominare. Questi titoli hanno sovraperformato l'S&P 500 dal 2023, permettendo a quest'ultimo di continuare ad aumentare il divario con lo Stoxx Europe 600. Guardando al passato, notiamo anche che, dal 2010, nessuno dei settori dello Stoxx è riuscito a sovraperformare le proprie controparti statunitensi, a dimostrazione della generale sottoperformance strutturale dell'Europa rispetto agli Stati Uniti. Ma questa sottoperformance continuerà?

Il mercato fatica a trovare catalizzatori positivi per i titoli europei.

Tra la debolezza della crescita economica e l'incertezza politica, il probabile impatto dell'aumento dei dazi statunitensi e una previsione di crescita degli utili europei probabilmente sovrastimata per il 2025, il mercato fatica a trovare catalizzatori positivi per i titoli europei. Riteniamo che la sovraperformance dei mercati statunitensi continuerà nel breve periodo.

In primo luogo, lo slancio economico dell'Europa rimane fiacco: il settore manifatturiero è praticamente in recessione dal 2022, secondo gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI), mentre anche l'attività nel settore dei servizi rimane più debole rispetto agli Stati Uniti. Ci sono state ovviamente alcune eccezioni, come la Francia, che quest'estate ha potuto beneficiare di una ripresa dell'ottimismo nel settore dei servizi grazie ai Giochi Olimpici. Ma questa ripresa si è rapidamente esaurita, mentre altri Paesi del sud hanno beneficiato in estate del turismo stagionale. L'Europa continua a fare i conti con una domanda debole, con l'esposizione industriale che deve fare i conti con alti livelli di merci invendute e con la deflazione esportata dalla Cina. Inoltre, la mancanza di personale qualificato rimane una delle maggiori preoccupazioni per i dirigenti d'azienda, pesando ancora di più sulla capacità del settore manifatturiero privato. I consumi delle famiglie restano deboli, anche se negli ultimi trimestri la fiducia dei consumatori si è stabilizzata rispetto al punto di minimo raggiunto nel 2022, grazie alla disinflazione che ha aumentato il potere d'acquisto. Tuttavia, la tendenza strutturale al risparmio delle famiglie europee (con un tasso in tutto il blocco di oltre il 15% del reddito disponibile, rispetto a meno del 5% negli Stati Uniti) continua a penalizzare i consumi e quindi la domanda, pesando ancora di più sull'attività. I consumatori europei sono cauti e timorosi del futuro, soprattutto in Francia, mentre i loro omologhi americani spendono nella convinzione che domani pagheranno tasse più basse. C'è naturalmente un fattore che potrebbe rilanciare la crescita tedesca nel lungo periodo: l'abbandono del freno al debito sancito dalla Costituzione dal 2009, che potrebbe essere attuato dal potenziale nuovo cancelliere tedesco Friedrich Merz. Ma questo richiederebbe che il suo partito, la CDU, vinca le elezioni del febbraio 2025 (da solo o in alleanza con la SPD di centro-sinistra, che è altrettanto favorevole allo sblocco del bilancio), ma anche il panorama politico tedesco sta diventando sempre più frammentato.

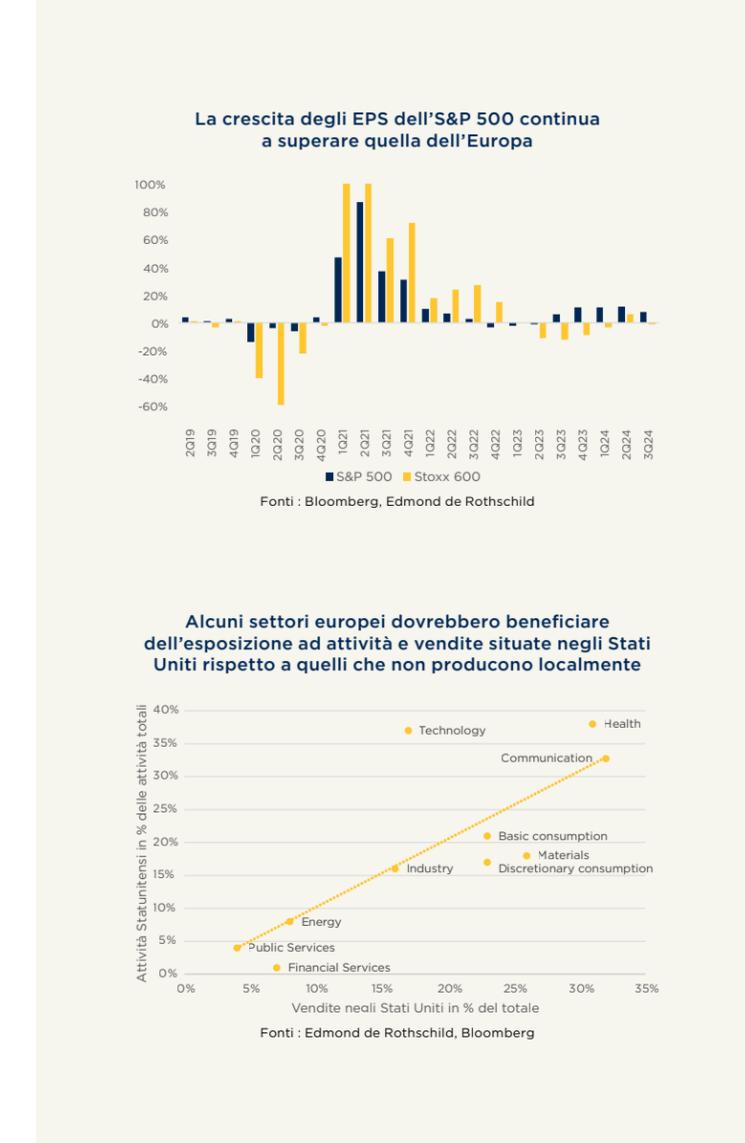
L'Europa si trova ad affrontare un'altra sfida rispetto agli Stati Uniti: la sottoperponderazione del settore tecnologico nell'indice Stoxx Europe

600 e, più in generale, i minori investimenti in tecnologia, che portano a minori incrementi di produttività. La tecnologia rappresenta solo il 7% dell'indice europeo, rispetto a quasi il 40% degli Stati Uniti. Questo divario spiega perché l'indice europeo ha difficoltà a superare la sua controparte americana, in un momento in cui quest'ultima sta beneficiando quasi esclusivamente dei recenti progressi dell'intelligenza artificiale. E sebbene l'Europa abbia alcuni leader specifici nel settore, l'approccio dei legislatori europei è incentrato sulla regolamentazione dell'IA e sul tentativo di affermarsi come «poliziotto» globale piuttosto che come facilitatore dell'innovazione. Questa sottoesposizione e questo approccio probabilmente continueranno a penalizzare la crescita del blocco europeo rispetto agli Stati Uniti con l'avvento dell'intelligenza artificiale, fonte di aumenti di produttività in molti settori.

I DUE PAESI PRODUTTORI DI ENERGIA, LA FRANCIA E LA GERMANIA, SONO IN CRISI STRUTTURALE

L'Europa sta affrontando anche importanti sfide politiche, in particolare in Francia, dove l'instabilità politica dopo le elezioni parlamentari del luglio 2024 non ha lasciato alcun partito con una maggioranza, mentre gli obiettivi di riduzione del deficit continuano a essere rimandati per mancanza di soluzioni a breve termine. Di conseguenza, diverse agenzie di rating hanno abbassato l'outlook del Paese. Per quanto riguarda il mercato azionario, il CAC 40 è destinato ad essere uno dei peggiori performer del continente nel 2024, risentendo dell'instabilità del governo. Negli Stati Uniti, invece, il deficit continuerà ad aumentare, soprattutto grazie alle politiche fiscali previste dal Presidente Trump, che dovrebbero stimolare l'offerta con ulteriori tagli alle imposte per aziende e privati. Qui sta la differenza principale: I Paesi europei destinano una quota maggiore della loro spesa al welfare sociale (28% del PIL in media, 32% in Francia) rispetto agli Stati Uniti (19%), il che significa una popolazione più protetta in termini di salute, ma anche tasse più elevate sulle imprese. Questo spiega in parte la maggiore redditività delle aziende americane.

In Germania, le tendenze continuano a essere offuscate da questioni relative a un modello di crescita basato sull'esportazione verso le economie emergenti, con costi energetici



moderati e poca concorrenza da parte dei prodotti tedeschi di alta qualità. L'esempio principale è quello dell'industria automobilistica, che sta affrontando la nuova concorrenza cinese di alta qualità sui veicoli elettrici e sta perdendo quote di mercato in Cina sui modelli convenzionali (vedi pagina 17). Con una mossa simbolica, Volkswagen ha recentemente annunciato l'intenzione di chiudere le fabbriche in Germania per migliorare la propria situazione finanziaria, una prima volta da quando l'azienda è stata fondata 87 anni fa. Inoltre, come nel caso della Francia, la situazione politica sta diventando incerta, con il

partito radicale di estrema destra AfD potenzialmente al 20% delle intenzioni di voto.

Il mercato europeo continua a sottoperformare quello statunitense a causa delle sfide economiche, dell'incertezza politica e della mancanza di innovazione tecnologica.

L'ATTESO RIMBALZO DEGLI UTILI NEL 2025 E IL BASSO VALORE DELL'EUROPA FUNGERANNO DA CATALIZZATORI?

Dopo un forte rimbalzo degli utili nel 2022, pari a circa il 20%, la crescita degli utili dell'indice Stoxx 600 è rallentata notevolmente nel 2023, scendendo al 3%, e si prevede che quest'anno sarà piatta, a testimonianza della persistente debolezza delle società europee. Di fatto, la crescita degli utili dello Stoxx 600 europeo ha sottoperformato quella dell'S&P 500 ogni trimestre dal 4Q22! Si tratta di sette trimestri consecutivi di sottoperformance.

Questa tendenza potrebbe cambiare nel prossimo futuro? Secondo l'opinione comune, gli utili dello Stoxx Europe dovrebbero rimbalzare nel 2025, con una crescita stimata a +8%, che sarebbe comunque inferiore alle aspettative per lo S&P, pari a +15%, e segnerebbe un altro anno di sottoperformance degli utili. Riteniamo inoltre che questa aspettativa di crescita sia troppo elevata, viste le attuali difficoltà economiche dell'Europa. Il nostro modello prevede una crescita compresa tra il 3% e il 5%. Inoltre, nel 3Q24 i risultati e le prospettive delle società europee sono stati contrastanti, segnalando l'inizio di revisioni negative degli utili. Il calo degli utili mette in discussione l'argomento classico dei titoli europei: la loro bassa valutazione. Questa argomentazione crolla con un indebolimento delle prospettive degli utili. Infine, sebbene il mercato europeo sia stato valutato in modo attraente per diversi anni e il mercato statunitense sia stato costoso per diversi anni, la sovraperformance degli Stati Uniti è evidente.

E L'IMPATTO DELLE POLITICHE PREVISTE DA TRUMP?

L'elezione di Donald Trump negli Stati Uniti non sarà certo priva di conseguenze per i Paesi e i settori europei, con l'implementazione di un aumento del 10% dei dazi su tutte le importazioni americane in cima alla lista. Sebbene la tempistica e l'entità di questo aumento rimangano incerte, le esportazioni europee verso gli Stati Uniti rappresentano attualmente il 3,1% del PIL dell'Eurozona, una percentuale ancora moderata nel complesso. D'altra parte, le esportazioni verso gli Stati Uniti in percentuale del PIL sono più elevate in Germania, Paesi Bassi e Svizzera e più basse in Francia e Spagna.

Tuttavia, esistono opportunità in alcune regioni, come il mercato svizzero, e in settori come la difesa e la sanità.

A livello settoriale, l'impatto è misto. Gli impatti più negativi saranno sicuramente sui settori europei che esportano maggiormente negli Stati Uniti e che hanno una scarsa produzione locale. Tra questi, l'industria automobilistica, i beni strumentali, i prodotti chimici, i beni di lusso e l'agroalimentare. Anche le società europee di energia rinnovabile esposte agli Stati Uniti potrebbero risentire delle misure di Trump a favore dei combustibili fossili. D'altro canto, diversi settori dovrebbero beneficiare delle misure proposte dall'amministrazione Trump. Un esempio è il settore della difesa, dato il previsto aumento dei budget europei per gli armamenti sotto la pressione della nuova amministrazione. Notiamo inoltre che i settori dei materiali e dei media, nonché alcuni titoli tecnologici con attività negli Stati Uniti, dovrebbero essere relativamente isolati dalle misure protezionistiche sulle importazioni.

ESISTONO OPPORTUNITÀ

L'osservazione generale che il blocco europeo è fiacco non vale per tutti e alcuni Paesi e i loro mercati azionari dovrebbero sovraperformare il resto del continente:

- Il mercato spagnolo beneficia di un momentum positivo (IBEX) e di una valutazione ancora interessante. Naturalmente, tre società (Inditex, Santander, Iberdrola) rappresentano il 45% dell'indice di riferimento spagnolo e dipendono in parte dalla crescita superiore della Spagna.
- La Svizzera rimane un mercato interessante: la valutazione dell'indice SMI è superiore a quella dell'indice europeo, ma rimane in linea con il suo premio storico. Nestlé, Roche e Novartis rappresentano il 47% dello SMI, conferendo all'indice un carattere difensivo. Le aziende svizzere godono di vantaggi fondamentali rispetto alle loro controparti europee: un ambiente politico stabile, significativi vantaggi fiscali per le aziende e una stabilità giuridica e fiscale che consente la continuità aziendale. Le autorità politiche e la popolazione sono generalmente favorevoli alle imprese. Una coincidenza: mentre l'Assemblea nazionale francese discuteva dell'eccessiva tassazione delle persone fisiche, nel novembre 2024 il 61% dei ginevrini ha votato a favore di una riduzione dell'imposta sul reddito. Inoltre, le aziende svizzere hanno saputo adattarsi meglio di altre al franco forte e all'alto costo del lavoro, concentrandosi su attività ad alto valore aggiunto.
- In generale, a fronte di una visione contrastante sul continente, alcune società e settori presentano ancora delle opportunità, come ad esempio alcuni beni di lusso (cfr. pagina 16), la difesa e la sanità, nonché alcune società finanziarie.

Il mercato europeo continua a sottoperformare quello statunitense a causa delle sfide economiche, dell'incertezza politica e della mancanza di innovazione tecnologica. I consumi limitati dovuti alla tendenza al risparmio e la crescita economica fiacca dovrebbero continuare a penalizzare lo slancio del mercato azionario europeo nel breve termine. Le politiche tariffarie di Trump potrebbero aggravare la situazione per alcuni settori in Europa. Tuttavia, esistono opportunità in alcune regioni, come il mercato svizzero, e in settori come la difesa e la sanità. A medio termine, alcuni catalizzatori potrebbero invertire questa tendenza, come l'eliminazione del freno al debito in Germania, la fine della guerra in Ucraina, una forte ripresa del settore manifatturiero o un calo della deflazione in Cina... ma questi fattori sono ancora incerti. Finché l'Europa non subirà uno shock di produttività, come l'America di Trump, conferiamo la nostra preferenza per il mercato statunitense (si veda il nostro articolo a pagina 12).

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

Anthony Toupin

Senior Research analyst, Global Investment Research

LA CINA È UN AFFARE DI TUTTI

La Cina sta lottando per superare la deflazione interna. Ma sono state annunciate una serie di misure monetarie e fiscali per affrontare i punti deboli dell'economia cinese.



UN RALLENTAMENTO CON CONSEGUENZE GLOBALI

Un tempo motore della crescita globale, la Cina sta ora lottando per superare la deflazione interna causata dal crollo autoinflitto del mercato immobiliare. Deve rispondere alle accuse di sovrapproduzione sulle sue esportazioni verso i mercati sviluppati e si sta preparando a un confronto con gli Stati Uniti sotto il governo Trump 2.0 nel 2025 e oltre.

Il rallentamento della Cina è stato il motivo più frequentemente citato alla base della debolezza delle multinazionali durante gli ultimi annunci dei risultati trimestrali delle aziende industriali, dai beni di consumo ai beni di lusso, soprattutto in Europa.

L'eccezionalità del mercato azionario statunitense è in parte attribuibile anche alla Cina. Sebbene sia ancora il secondo in termini di capitalizzazione di mercato dietro agli Stati Uniti, il mercato azionario cinese ha perso più di 6.000 miliardi di dollari dal suo picco nel 2021. Il divario tra i due è passato da 29.000 a 43.000 miliardi di dollari in soli tre anni (1).

Gli investitori internazionali e nazionali in azioni cinesi hanno subito perdite annuali sostanziali per più di tre anni consecutivi. La valutazione dell'MSCI China è rimasta al di sotto della sua media di lungo periodo di 11,5x P/E dal 2021, e al di sotto di 10x P/E (ovvero uno sconto di oltre una deviazione standard) per la maggior parte del tempo nel 2023 e nel 2024 (2).

PRINCIPALI MISURE DI STIMOLO

Ma proprio come il passaggio della Cina da zero-Covid a zero restrizioni, si scopre che la Cina ha deciso di risolvere prima i propri problemi!

Dalla fine di settembre è stata annunciata una serie di misure monetarie e fiscali per affrontare i punti deboli dell'economia cinese: la fiducia dei consumatori, cioè il potere d'acquisto degli oltre 300 milioni di persone della classe media che hanno un tasso di risparmio più alto del dopo Covid e sono appesantiti dall'effetto ricchezza negativo legato al rallentamento del mercato immobiliare; una serie di tagli al RRC, cioè il potere d'acquisto dei consumatori. La fiducia dei consumatori, cioè il potere d'acquisto degli oltre 300 milioni di persone della classe media

che hanno un tasso di risparmio più alto del dopo Covid e sono gravati dall'effetto ricchezza negativo legato al rallentamento del mercato immobiliare; un trio di tagli al RRR, ai tassi d'interesse di policy e ai tassi ipotecari; 800 miliardi di RMB di sostegno al mercato azionario per incoraggiare i riacquisti di azioni; e un programma di swap del debito locale da 10.000 miliardi di RMB in cinque anni, oltre a gestire le aspettative del mercato, segnando un chiaro cambiamento nella sua politica economica.

Il mercato azionario cinese potrebbe non deludere nel 2025.

Si tratta di una svolta importante, ma non ancora della categoria «whatever it takes». La crescita del PIL cinese potrebbe rimanere sotto pressione nel 2025. Tuttavia, a differenza di altre economie, la performance azionaria cinese non è storicamente fortemente correlata alla crescita del PIL. La capitalizzazione di mercato totale delle azioni cinesi equivale ad appena il 65% del PIL, rispetto a quasi il 200% del PIL per il mercato azionario statunitense (3). Pertanto, il mercato azionario cinese potrebbe non deludere nel 2025 (come ha fatto finora nel 2024), se gli investitori gestiscono meglio le loro aspettative, cosa che potrebbe già accadere.

Dopo l'ultima riunione del Congresso Nazionale del Popolo, il mercato cinese ha subito una flessione, soprattutto per quanto riguarda i titoli dei consumatori, poiché le argomentazioni sulla reflazione hanno perso slancio. La vittoria repubblicana alle elezioni statunitensi ha inoltre messo tutti gli investitori sulla difensiva: l'aumento dei dazi significa un maggiore margine di deprezzamento dello yuan cinese (CNY) e la nomina di detrattori della Cina nell'amministrazione Trump comporta una maggiore tensione nei negoziati commerciali (se mai avranno luogo). Allo stesso modo, il probabile riorientamento della catena di approvvigionamento per evitare tariffe elevate peggiorerebbe i margini già sottili dei produttori cinesi.

UN RIBILANCIAMENTO VERSO LE AZIENDE PRIVATE

Tuttavia, riteniamo che la Cina stia rivalutando l'equilibrio tra le imprese statali (SOE) e le

aziende private, in quanto le priorità sono state riviste questa volta: è tempo che il settore privato torni a brillare, in quanto contribuisce al 50% del PIL, al 60% delle entrate fiscali, al 70% dei brevetti di proprietà intellettuale e all'80% della creazione di posti di lavoro, e rappresenta il 90% delle aziende cinesi. Data l'urgenza della situazione, il discorso cinese si sta chiaramente spostando dalla Prosperità Comune al Gatto Nero, Gatto Bianco (4): non importa che un gatto sia bianco o nero, purché catturi i topi.

Guidare un tale cambiamento nelle complicate circostanze odierne non è un compito facile, ma crediamo che il pendolo si sia mosso. All'inizio potrebbe muoversi lentamente, dato che ha appena raggiunto il punto di arrivo e si è girato indietro, ma accelererà fino a raggiungere il pieno slancio. Ci aspettiamo ulteriori misure di stimolo per compensare i potenziali venti contrari alle tariffe. Il ritorno al pragmatismo è un antidoto indispensabile al problema della deflazione cinese e rimarrà la soluzione migliore alla sfida di Trump 2.0, rendendo in definitiva la Cina meno problematica per tutti i suoi partner commerciali.

Dal punto di vista degli investimenti, vediamo ancora un forte potenziale per le aziende del settore privato nel mercato cinese di cambiare rotta nel 2025, date le basse valutazioni, le basse aspettative e il profilo più sfumato dei leader negli affari geopolitici questa volta.

Xiadong Bao

Fund Manager, Edmond de Rothschild Asset Management

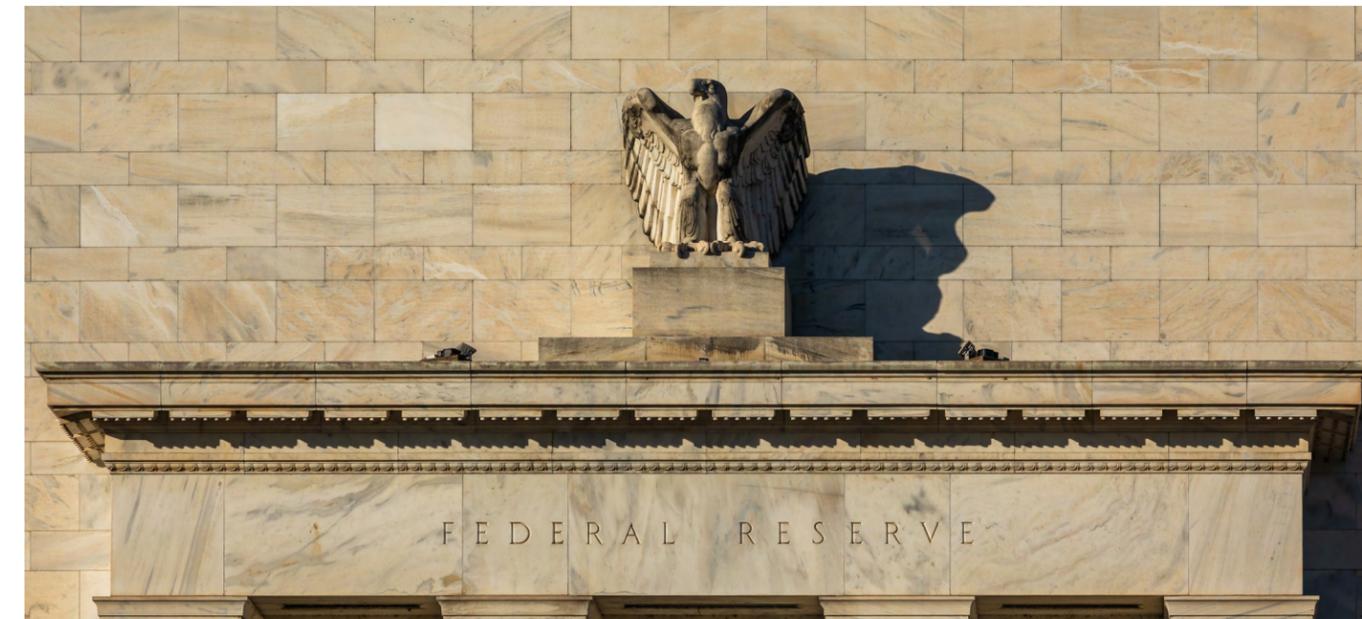
i titoli azionari cinesi sono troppo economici per essere ignorati



(1) Fonte: Mercati Cina + HK combinati vs mercato USA, dic. 2021 vs agosto 2024 vs nov. 2024 (2) Fonte: Bloomberg, novembre 2024 (3) Fonte: Banca Mondiale, novembre 2024 (4) Teoria del gatto (Deng Xiaoping, ex leader cinese)

ECCEZIONALISMO AMERICANO: QUAL È L'IMPATTO SUI MERCATI OBBLIGAZIONARI?

Con l'allentamento monetario da parte della Fed che probabilmente sarà inferiore al previsto a causa della politica di crescita, i deficit destinati a rimanere elevati e i nuovi dazi statunitensi, è probabile che i rendimenti delle obbligazioni sovrane e societarie rimangano più alti negli Stati Uniti che nel resto del mondo sviluppato.



L'esito delle elezioni americane e la vittoria totale dei repubblicani accentueranno l'eccezionalismo americano nei mesi e negli anni a venire. Quali sono le sue caratteristiche? Una crescita più forte grazie a una politica fiscale fortemente espansiva, una politica monetaria sempre meno restrittiva, una capacità di innovazione sostenuta dal più grande mercato dei capitali del mondo e una moneta che rimane la più utilizzata nel commercio mondiale nonostante l'emergere di nuovi attori. Nel giro di pochi anni siamo passati da un mondo globalizzato, in cui tutti commerciavano con tutti gli altri e l'enfasi era posta sul minor costo del capitale e della produzione, sulla costruzione di una rete di distribuzione globalizzata e su un modello di

consegna/stoccaggio just-in-time, a un mondo di delocalizzazione e prossimità, un mondo in cui il protezionismo è in aumento e la cooperazione in declino.

In questo contesto, gli Stati Uniti faranno ciò che è meglio per loro, e se questo significa finanziare la loro spesa attraverso tariffe e maggiore protezionismo, è ciò che cercheranno di fare. A nostro avviso, un simile sviluppo dovrebbe accentuare le divergenze economiche tra gli Stati Uniti e il resto del mondo e avere un impatto duraturo sulle tendenze della politica monetaria e quindi sulle variazioni dei tassi di interesse nelle varie regioni economiche.

TASSI PIÙ ALTI NEGLI STATI UNITI CHE ALTROVE

La reazione dei mercati all'elezione di Trump a Presidente degli Stati Uniti e alla vittoria dei Repubblicani al Congresso è chiara: gli asset statunitensi hanno sovraperformato quelli del resto del mondo, sia nel mercato azionario che in quello delle obbligazioni societarie. Questa sovraperformance deriva dall'aggiustamento al rialzo dei premi per la crescita e l'inflazione degli Stati Uniti che la politica fiscale espansiva dei Repubblicani dovrebbe generare. Di conseguenza, in seguito al rally post-elettorale, i differenziali di rendimento tra le obbligazioni societarie investment-grade (IG) e i titoli del Tesoro USA con la stessa scadenza hanno raggiunto livelli che sono quasi i più stretti nella storia dell'indice Bloomberg IG, risalente al 1997.

Per il mercato obbligazionario statunitense, la prospettiva di una politica fiscale a sostegno della spesa e degli investimenti e di una politica di aumento dei dazi doganali ha una conseguenza importante: l'allentamento monetario da parte della Fed sarà minore del previsto e meno pronunciato rispetto agli altri principali Paesi sviluppati, portando a tassi sovrani più alti negli Stati Uniti che altrove. Ad esempio, la Banca del Canada ha già tagliato i suoi tassi di riferimento di 125 punti base nel 2024, rispetto ai 75 punti base della Fed. Sebbene le due economie siano molto vicine in termini di ciclo, il differenziale di rendimento tra i titoli del Tesoro decennali statunitensi e canadesi non ha mai superato i 100 punti base dal 1990. Questo differenziale di rendimento è passato da 77 punti base nel gennaio 2024 a 120 punti base nel novembre 2024. Anche lo spread con i tassi decennali tedeschi, che ha superato il 2% dopo l'elezione di Trump, è un punto di massimo e si trova al massimo dal 2020; rappresenta meno del 3% delle occorrenze dal 1990. Solo i tassi del Regno Unito rimangono più alti di quelli statunitensi, e ciò è avvenuto dopo la Brexit a causa del maggior rischio inflazionistico e delle tensioni nelle finanze pubbliche dopo il periodo di stress durante il mandato di Liz Truss.

Riteniamo che il rendimento totale delle obbligazioni sovrane statunitensi rimarrà superiore all'inflazione e alle obbligazioni sovrane degli altri Paesi del G7.

Questa divergenza, che deriva dalle prospettive di crescita e inflazione più forti negli Stati Uniti che altrove, si riflette anche nelle aspettative di politica monetaria delle varie regioni. Nel 2025, i mercati monetari prevedono solo due tagli dei tassi da parte della Fed, contro i quattro della BCE, i quattro della Bank of Canada e i tre della Bank of England. Quindi, in termini di tassi chiave, i mercati vedono i tassi della Fed alla fine dell'anno al 3,9% rispetto all'1,75% della BCE, al 2,75% della Banca del Canada e al 3,75% della Banca d'Inghilterra. Riteniamo che il rendimento totale delle obbligazioni sovrane statunitensi rimarrà superiore all'inflazione e alle obbligazioni sovrane degli altri Paesi del G7.

LA DEBOLEZZA DELLA CRESCITA EUROPEA PESERÀ SULLA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

Da settembre 2024, le previsioni di crescita del consensus Bloomberg per il 2025 sono scese dall'1,4% all'1,2%, mentre per gli Stati Uniti sono salite dall'1,7% all'1,9%. La crescita fiacca dell'Europa deriva dall'indebolimento della domanda cinese di manufatti europei, e in particolare tedeschi, dai costi energetici più elevati rispetto agli Stati Uniti e dalla mancanza di investimenti che sta moderando gli aumenti di produttività nell'industria e nei servizi. Inoltre, i consumatori europei tendono a risparmiare, mentre quelli americani spendono il reddito extra che guadagnano. Infine, il rischio di una crisi politica è aumentato anche in Europa nel 2024, in Francia con l'elezione di un parlamento appeso responsabile della riduzione del deficit di bilancio francese e in Germania con l'annuncio di nuove elezioni parlamentari in seguito al crollo della coalizione di governo.

In questo contesto, riteniamo che la sostenibilità del debito dei Paesi europei dovrebbe diventare un tema sempre più importante nel mercato delle obbligazioni sovrane nel 2025. Lo dimostrano, ad esempio, il cambiamento di rating delle prospettive del debito francese e l'aumento del differenziale di rendimento tra il decennale tedesco e il decennale francese: questo differenziale risultava pari a 80 punti base a dicembre 2024 rispetto a una media di 53 punti base nel 2023. Il costo del debito francese è addirittura pari a quello della Grecia! Le agenzie di rating potrebbero modificare nei prossimi trimestri anche l'outlook dell'Italia, anch'essa caratterizzata da un elevato livello di debito e da un forte deficit (oltre il 7% del PIL nel 2024, cioè

superiore a quello della Francia).

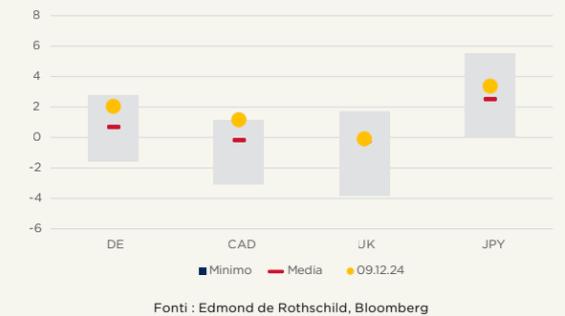
Sebbene la BCE possa allentare la propria politica monetaria perché l'inflazione è sotto controllo e le prospettive fiscali sono più restrittive rispetto agli Stati Uniti, riteniamo che il potenziale per un calo dei tassi a lungo termine in Europa sia limitato. Infatti, la dinamica di bassa crescita non consentirà una riduzione significativa dei deficit e del debito nella maggior parte dei Paesi europei, il che dovrebbe mantenere il rischio sovrano a un livello più elevato che altrove e quindi limitare il calo dei rendimenti a lungo termine. Riteniamo pertanto che le obbligazioni sovrane europee siano poco attraenti e probabilmente soffriranno di una maggiore volatilità a causa delle incertezze politiche, sia interne, con governi instabili in alcuni Paesi, sia esterne, con potenziali tensioni commerciali con gli Stati Uniti. La volatilità sarà probabilmente predominante in Francia, date le incertezze politiche. Allo stesso modo, in Germania, il candidato della CDU e potenziale futuro Cancelliere Friedrich Merz ha annunciato di voler rivedere il sacro meccanismo di freno al debito del Paese, al fine di finanziare gli investimenti produttivi di cui il Paese ha bisogno. Questo potrebbe portare a una maggiore volatilità delle obbligazioni tedesche.

SPREAD DI CREDITO STRETTI A LUNGO TERMINE

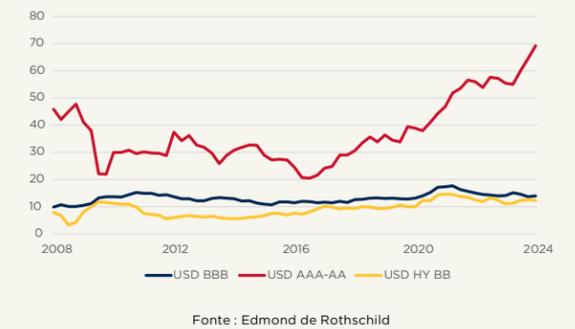
Quali sono gli impatti sui mercati obbligazionari corporate dell'aumento dei tassi sovrani negli Stati Uniti e del rischio sovrano e della volatilità in Europa? Sebbene non si conosca ancora con certezza l'entità o la tempistica della politica fiscale negli Stati Uniti, l'aumento delle previsioni di crescita degli Stati Uniti dovrebbe sostenere la redditività delle grandi società esposte al ciclo statunitense. Questo vale per la stragrande maggioranza delle aziende statunitensi, ma anche per i maggiori gruppi europei che hanno un'esposizione significativa all'economia americana, sia attraverso le esportazioni che attraverso gli investimenti negli Stati Uniti.

Finché il rischio di recessione rimarrà basso negli Stati Uniti, gli investitori del credito si concentreranno probabilmente su due punti chiave. Il primo è il segnale del mercato dei tassi d'interesse. Finora gli spread sono stati notevolmente resistenti a un aumento significativo dei tassi, mantenendo i costi di finanziamento

Differenziali di rendimento delle obbligazioni a 10 anni tra Stati Uniti e altri paesi (1990-2024 in %)



Rapporto tra flusso di cassa e debito totale (%)



relativamente moderati. Tuttavia, un ulteriore aumento dei tassi dovuto all'incertezza della politica commerciale sarebbe più difficile da assorbire ed eserciterebbe un'ulteriore pressione sui costi di finanziamento, in particolare per le imprese più indebitate. In secondo luogo, sebbene le rinnovate tensioni commerciali possano pesare sulla crescita dell'Eurozona, continuiamo a ritenere che i mercati del credito, a differenza di quelli dei tassi d'interesse, siano un indicatore imperfetto per esprimere un giudizio sulla divergenza di crescita tra Stati Uniti ed Eurozona.

L'aumento delle previsioni di crescita degli Stati Uniti dovrebbe sostenere la redditività delle grandi società esposte al ciclo statunitense.

A nostro avviso, è improbabile che gli spread del credito europeo, in particolare per le società con il rating più elevato, si allarghino molto nei prossimi trimestri. Questo perché la sensibilità relativamente bassa della propensione al rischio di credito ai dati di crescita protegge questo segmento da un rallentamento del ciclo europeo. Inoltre, la prospettiva di un ciclo di allentamento più esteso da parte della BCE e la forza dei fattori tecnici, come la domanda strutturale degli investitori istituzionali in Europa (che hanno un'ampia allocazione strategica in obbligazioni di alta qualità), dovrebbero limitare il rischio di un allargamento significativo degli spread in euro. Questo vale anche nel caso di una guerra commerciale o di una crisi politica europea, che porterebbe a una mancanza di fiducia in alcuni titoli sovrani europei. Le stime sulle nuove emissioni per il 2025 mostrano che il pagamento delle cedole assorbirà probabilmente più del 60% dell'offerta netta di titoli IG e HY denominati in USD nel corso dell'anno. Infine, gli utili societari del terzo trimestre mostrano che l'integrazione tra crescita degli utili e crescita degli interessi passivi si è spostata in una direzione più positiva, il che dovrebbe contribuire a contenere il rischio idiosincratico. Inoltre, riteniamo che l'attuale livello elevato dei rendimenti continuerà a sostenere la domanda tecnica nei mercati del dollaro e dell'euro.

L'insieme di questi catalizzatori giustifica la nostra visione positiva sulle obbligazioni societarie di alta qualità, mentre l'incertezza sulla portata della politica economica e il suo impatto sui tassi d'interesse, insieme al peso di questa incertezza per le società più indebitate, ci inducono a rimanere più cauti sulle obbligazioni sovrane e ad alto rendimento. In quest'ultimo segmento permangono opportunità (vedi pagina seguente).

Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

L'ATTUALE CONTESTO DI MERCATO È FAVOREVOLE AL SEGMENTO HIGH YIELD?

Con la crescita economica che in generale mostra segni di ripresa e i tassi d'interesse in via di normalizzazione, il mercato delle obbligazioni ad alto rendimento (o più rischiose) sta beneficiando di un contesto più favorevole. Le obbligazioni di questo segmento offrono rendimenti interessanti, ma è importante rimanere selettivi.



Tapiserie, Four Seasons Hotel, Megève

Questo segmento ha vissuto diversi anni difficili, prima a causa della crisi sanitaria, poi a causa del conflitto tra Russia e Ucraina e infine a causa dell'aumento dei tassi di interesse per contrastare le pressioni inflazionistiche. Ora il contesto è più favorevole. I tassi di interesse sono tornati a scendere e dovrebbero gradualmente tornare alla normalità.

Inoltre, gli emittenti ad alto rendimento dovrebbero resistere bene se l'attuale scenario di atterraggio morbido sarà confermato. Questi emittenti, che per qualche tempo sono rimasti lontani dal mercato del credito, hanno

correttamente anticipato il rifinanziamento del muro del debito. Le emissioni lorde, scese a 15 miliardi di euro nel 2022, hanno raggiunto i 45 miliardi di euro l'anno scorso e i 75 miliardi di euro quest'anno (rispetto, storicamente, agli 80 miliardi di euro di un anno normale). Ci aspettiamo che il mercato primario rimanga vivace nel 2025. Questo movimento di rifinanziamento ha portato a uno spostamento delle scadenze obbligazionarie dal 2024-2025 al 2029-2030, riducendo così il rischio di rifinanziamento, almeno nel breve e medio termine.

Gli emittenti ad alto rendimento dovrebbero resistere bene se l'attuale scenario di atterraggio morbido sarà confermato.

Inoltre, il tasso di insolvenza, anche se sembra aumentare fino a circa il 3%, rimane moderato e sotto controllo (tranne in caso di recessione, che sarebbe molto dannosa per il mercato high-yield). È vero che alcune società, come Altice, Casino e Atos in Francia, sono state costrette a ristrutturare il loro debito, ma le difficoltà incontrate erano specifiche della loro situazione e non hanno generato un effetto sorpresa negativo che ha danneggiato il mercato high-yield nel suo complesso.

COME SI EVOLVONO I RENDIMENTI?

Il rendimento complessivo delle obbligazioni ad alto rendimento denominate in euro è attualmente del 5,5%, l'1% in più rispetto alla media degli ultimi dieci anni. La cedola media sta aumentando con il rifinanziamento delle società e ha raggiunto il 6,5% per tutte le emissioni dall'inizio del 2024 in Europa. Inoltre, le obbligazioni ad alto rendimento hanno una sensibilità relativamente bassa ai tassi d'interesse, pari a circa tre anni, inferiore a quella delle obbligazioni investment-grade. Per tutti questi motivi, l'esposizione al segmento high-yield ha iniziato ad aumentare nelle asset allocation, soprattutto perché gli investitori hanno bisogno di trovare alternative ai fondi del mercato monetario, i cui rendimenti stanno diventando meno interessanti con il calo dei tassi d'interesse. In particolare, si registra un forte appetito per le strategie di carry obbligazionario. Gli afflussi nei fondi a scadenza, che consentono agli investitori di capitalizzare gli attuali rendimenti elevati, si attestano a 15 miliardi di euro dall'inizio dell'anno (tutti i rating combinati), oltre ai 25 miliardi di euro di afflussi nel 2023.

Infine, sebbene i premi di credito medi si attestino a 330 pb, una media storica piuttosto bassa, è importante mettere questo dato in prospettiva. A causa della mancanza di emissioni nel 2021 e nel 2022, la scadenza media del pool di titoli ad alto rendimento è diventata molto più breve (il che implica un calo della scadenza media degli indici di obbligazioni ad alto rendimento denominate in euro), dando molto peso alle scadenze brevi da 1 a 3 anni, e quindi a emissioni con premi molto bassi. D'altro canto, le nuove primarie al 2024 continuano a offrire premi molto interessanti, vicini ai 500 pb sui rating B e ai 320 pb sui rating BB.

COME DEVONO ESSERE ORIENTATE LE STRATEGIE DI INVESTIMENTO?

Si tenga presente che l'high yield è un universo di nicchia: circa 300 emittenti per una massa totale di debito in euro di 400 miliardi di euro, rispetto ai 900 emittenti e ai 2,5 trilioni di euro del mercato investment-grade in euro. Le società con questo tipo di rating sono più vulnerabili ai cicli economici, a causa delle loro dimensioni ridotte e/o del livello di indebitamento più elevato.

In termini di settori, esistono enormi disparità di performance, di cui teniamo conto in tutte le nostre strategie obbligazionarie, sia a scadenza fissa che a breve termine.

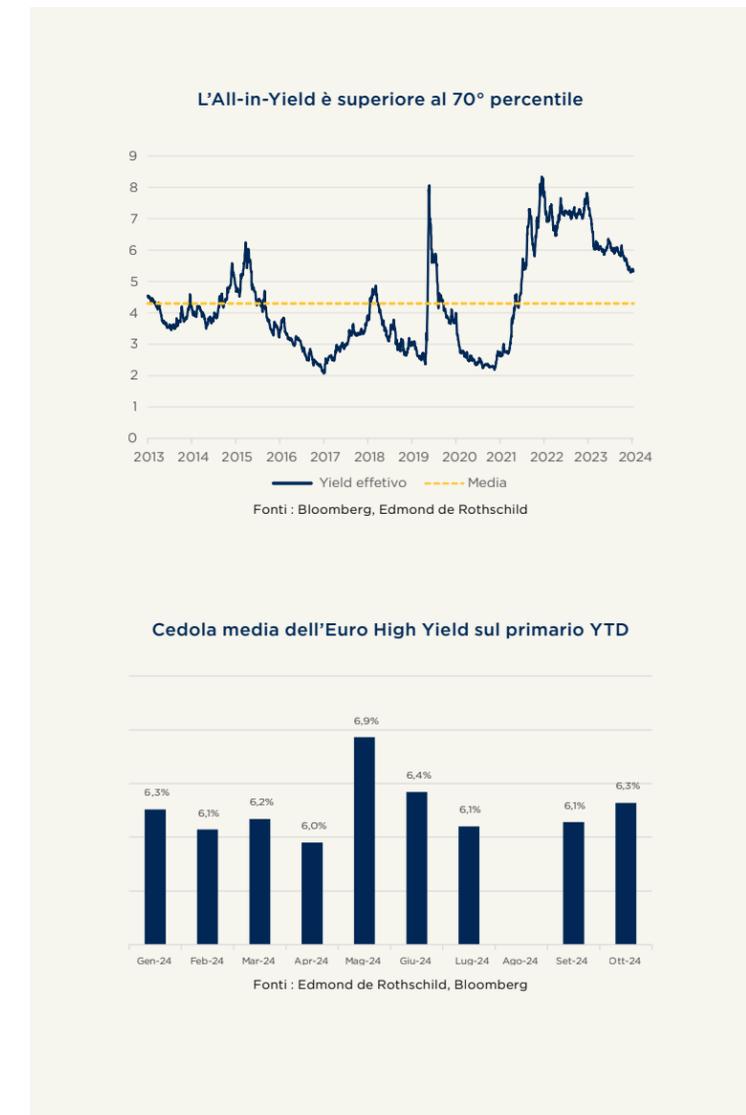
Abbiamo quindi aumentato la nostra esposizione al settore immobiliare, che era stato duramente colpito dall'aumento dei tassi di interesse nel 2022. Le aspettative di un taglio dei tassi, che ora si sono avverate, hanno dato nuova linfa al settore e gli hanno permesso di mostrare nuovamente le sue caratteristiche difensive. A nostro avviso, il potenziale di performance del settore, che rimane a sconto, non si è esaurito e alcuni emittenti potrebbero veder rialzato il proprio rating.

Siamo esposti anche alle telecomunicazioni e ai prodotti farmaceutici, due tradizionali settori ad alto rendimento con elevate ponderazioni. Entrambi sono per natura meno esposti agli alti e bassi del ciclo. Teniamo sotto controllo tutti i settori associati alle nuove costruzioni (materiali, prodotti chimici) in previsione di una graduale rotazione. Questi settori si trovano attualmente nella parte bassa del ciclo, ma potrebbero beneficiare della ripresa del settore immobiliare nei prossimi trimestri.

Infine, prevediamo un forte ritorno alle fusioni e acquisizioni (M&A): le condizioni di finanziamento favorevoli e le valutazioni ragionevoli nel segmento delle mid-cap dovrebbero incoraggiare il ritorno delle acquisizioni di private equity e la strutturazione di nuovi leveraged buyout (LBO), mentre la necessità di rimanere competitivi in alcune regioni e settori (ad esempio il settore automobilistico in Europa, vedi pagina 16) incoraggerà le fusioni e altre joint venture strategiche. Le elezioni americane sono state un catalizzatore e gli spread potrebbero essere compressi di conseguenza.

Alexis Foret

Portfolio Manager - Head of High Yield,
Edmond de Rothschild Asset Management



UN IRREFRENABILE BISOGNO DI RESILIENZA

Dopo 30 anni di globalizzazione «felice», il mondo è cambiato dopo la pandemia, colpito da rischi geopolitici e afflitto da attacchi informatici quotidiani, con i cittadini che cercano protezione. Le prospettive del mercato azionario sono particolarmente interessanti per le aziende esposte al tema della sicurezza, che offrono agli investitori e al pubblico in generale la resilienza di cui hanno disperatamente bisogno.



LA FINE DELLA PARENTESI INCANTATA

Dagli anni Ottanta ai primi anni del 2020, il mondo ha vissuto quella che qualcuno potrebbe definire una parentesi incantata. Questo ciclo di circa quarant'anni ha visto il ritiro delle grandi ideologie, l'abbassamento delle barriere doganali, il riscaldamento geopolitico e l'accelerazione della globalizzazione. In Occidente, abbiamo assistito all'ascesa del liberalismo economico, alla caduta del muro di Berlino e all'ingresso della Cina nell'OMC.

Oggi quel periodo di distensione sembra molto lontano. Va da sé che il contesto globale si è deteriorato. L'ascesa del populismo, la rinascita della politica e il rischio geopolitico hanno messo radici nel nostro ambiente.

Questo cambiamento avrà importanti conseguenze economiche e per questo motivo deve essere preso in considerazione nel posizionamento di tutte le strategie di investimento. Così come il ciclo iniziato negli anni '80 si è rivelato vantaggioso per le aziende che incarnavano la globalizzazione felice (industrie di esportazione, settori della moda e del lusso, tecnologia, tempo libero, ecc.), il prossimo ciclo consentirà ad alcune aziende con profili molto diversi di sovraperformare nel lungo periodo.

UN NUOVO TIPO DI AZIENDA PER UNA PERFORMANCE SOSTENIBILE

Alcune tendenze sono già molto favorevoli. Tra queste, l'aumento della spesa militare e delle soluzioni di cybersecurity. Queste due dimensioni riflettono il continuo aumento del rischio geopolitico e l'inesorabile crescita della necessità di investimenti. Se si considera la sola NATO, il sottoinvestimento in attrezzature militari ha raggiunto 1,4 trilioni di dollari in 30 anni, rispetto a quanto previsto dalla carta costitutiva dell'organizzazione. Allo stesso modo, la protezione fisica degli individui beneficerà di una spinta sostenuta. Lo stesso vale per la domanda di soluzioni sanitarie preventive, ossia di attrezzature che possono essere utilizzate per affrontare emergenze o situazioni di stress improvviso: produzione di vaccini, attrezzature per la diagnostica molecolare, ecc.

L'attuale composizione
degli indici finanziari riflette
30 anni di globalizzazione
«felice».

Un denominatore comune tra le aziende che otterranno buoni risultati sarà la loro resilienza, ossia la capacità di decidere il proprio destino a prescindere dagli sconvolgimenti politici, geopolitici ed economici. In genere, si tratta di aziende con un elevato livello di integrazione verticale, che non dipendono eccessivamente da componenti importati e che generano una parte significativa delle loro vendite nel mercato nazionale. La loro solidità dipenderà anche dalla comprovata solidità finanziaria, che si riflette in un basso livello di indebitamento.

L'attuale composizione degli indici finanziari riflette 30 anni di globalizzazione «felice», con una preponderanza di aziende esportatrici attive nei servizi e nella tecnologia in cima alle classifiche. Al contrario, il peso delle aziende puramente industriali è diminuito negli ultimi 20 anni sotto il giogo della concorrenza dei Paesi asiatici. Le aziende resilienti, invece, hanno una presenza relativamente ridotta nella top 100, motivo per cui riteniamo che le loro prospettive borsistiche siano particolarmente interessanti. Al momento sono «sotto il radar» e relativamente poco possedute. La loro capacità di navigare nel contesto geopolitico che si sta delineando oggi li renderà i vincitori di domani. C'è ancora tempo per partecipare all'azione!

Aymeric Gastaldi

Fund Manager, Edmond de Rothschild Asset Management

E SE L'INFLAZIONE FOSSE FINALMENTE TORNATA?

L'ampio ciclo di tagli dei tassi da parte delle principali banche centrali ha richiesto molto tempo per contenere l'inflazione e avvicinarsi in media alla magica soglia del 2% di aumento annuale dell'indice dei prezzi. Proprio quando tutto sembrava sotto controllo, l'elezione di Donald Trump a presidente degli Stati Uniti ha rimescolato le carte in tavola. Le misure protezionistiche annunciate sotto forma di dazi doganali punitivi fanno rivivere lo spettro della guerra economica e il rischio di una ripresa dell'inflazione a livello nazionale e internazionale.

TRUMP, UN SOSTEGNO PER IL DOLLARO

I tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti hanno iniziato a rimbalzare il 4 ottobre in risposta alla creazione di posti di lavoro molto più elevata del previsto (cfr. grafico 1). Tale dato implicava una minore necessità di sostenere l'economia con tassi bassi e anche il rischio di una nuova inflazione attraverso i consumi interni. Da allora, l'indice dei prezzi è rimbalzato dal 2,4% di settembre al 2,6% di ottobre. Il piano del nuovo presidente degli Stati Uniti di tassare le importazioni cinesi del 60% e quelle dal resto del mondo del 10-20%, di tagliare le tasse e di ridurre le regolamentazioni probabilmente farà salire nuovamente i prezzi. Le risposte dei paesi colpiti sul fronte della guerra economica dovrebbero avere un effetto simile a livello internazionale. La portata e la durata del ciclo generale di allentamento monetario sono quindi messe in discussione, in primo luogo negli Stati Uniti. Anche se Jay Powell ha confermato l'indipendenza della Federal Reserve di fronte al desiderio di controllo di Donald Trump, lo stato di salute dell'economia migliore del previsto e il rimbalzo dell'indice dei prezzi giustificano una pausa del ciclo o addirittura una revisione al rialzo dell'obiettivo finale dei tassi. L'effetto positivo sul carry del dollaro USA gli conferisce un solido sostegno a medio termine sui mercati valutari rispetto alla maggior parte delle altre valute.

YEN SOTTO PRESSIONE A CAUSA DELL'INSTABILITÀ POLITICA IN GIAPPONE

Questa situazione pone un grave problema alla Banca del Giappone, che si trova nel mezzo di una crisi di credibilità in un momento in cui il Paese sta affrontando la più grave crisi politica degli ultimi 15 anni. Il Partito liberaldemocratico, che ha governato il Paese dal dopoguerra, ha perso la maggioranza alla Camera dei rappresentanti a causa di uno scandalo finanziario e il neo-primo ministro Shigeru Ishiba si trova nell'impossibilità di agire. Senza stabilità politica, lo yen sta perdendo gran parte del suo fascino come porto sicuro per gli investitori internazionali. Infine, la banca centrale è riluttante ad aumentare il tasso di riferimento nonostante la ripresa dell'inflazione, data la fragilità dell'economia giapponese. Il rischio evidente di un deprezzamento dello yen oltre il livello di 155 yen per dollaro dovrebbe indurre la Banca del Giappone e il Ministero delle Finanze a intervenire sia sui tassi d'interesse sia sul mercato dei cambi, per evitare che il crollo dello yen danneggi ulteriormente un'economia che sta vacillando.

L'effetto positivo sul carry del dollaro USA gli conferisce un solido sostegno a medio termine sui mercati valutari rispetto alla maggior parte delle altre valute.

L'EURO RIMANE NEL SUO CANALE, IL FRANCO SVIZZERO PROBABILMENTE RIMARRÀ STABILE

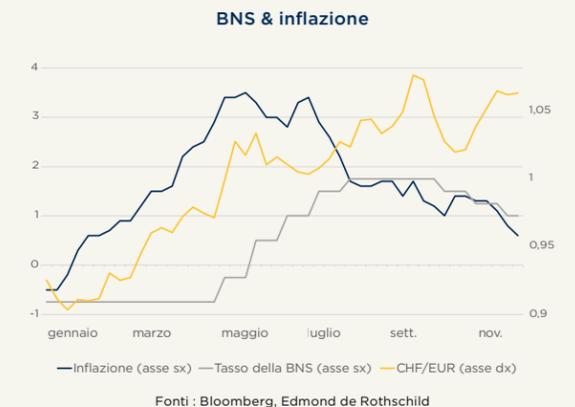
In Europa, il contesto rimane molto diverso, con un taglio dei tassi giustificato dalla fragilità dell'economia e con la BCE in grado di effettuare tale taglio ora che l'inflazione è sotto controllo. Tutto ciò favorirebbe un calo dell'euro rispetto al dollaro USA. Eppure, nella sua politica «passo dopo passo», Christine Lagarde ha messo in dubbio le prossime decisioni della BCE, suggerendo che una pausa non è da escludere. Questa posizione mantiene la parità EUR/USD nel suo canale di fluttuazione tra 1,0450 e 1,10.

In Svizzera, la BNS non è preoccupata per il rimbalzo dell'inflazione, con l'indice sceso allo 0,6% in ottobre (cfr. grafico 2). Il 13 dicembre, la BNS ha ridotto il tasso di riferimento dello 0,5%, portandolo allo 0,5%. La forza relativa del franco svizzero supporta anche un ulteriore calo dei tassi per ridurre l'attrattiva della Svizzera.

CATALIZZATORI PER L'ORO PERSISTONO

Infine, l'oro sta risentendo dell'aumento dei tassi d'interesse statunitensi, ma dovrebbe rimanere sostenuto dalle tensioni geopolitiche, dagli acquisti regolari da parte delle banche centrali dei BRICS e dal suo effetto diversificante in un mercato soggetto al rischio d'inflazione.

Jean-Marc Guillot
Group Treasurer



DISCLAIMER

Le informazioni qui fornite sono emesse dal Gruppo Edmond de Rothschild. Non sono giuridicamente vincolanti. Sono da intendersi esclusivamente a titolo informativo. Le informazioni qui fornite non possono essere comunicate a persone situate in giurisdizioni in cui costituirebbero una raccomandazione, un'offerta di prodotti o servizi o una sollecitazione e la cui comunicazione potrebbe, pertanto, contravvenire alle disposizioni legali e normative applicabili. Questo materiale non è stato esaminato o approvato da alcun regolatore in alcuna giurisdizione. Tutte le cifre, i commenti, le opinioni e/o le analisi qui presentate riflettono il punto di vista del Gruppo Edmond de Rothschild sulle tendenze del mercato sulla base delle sue competenze, delle sue analisi economiche e delle informazioni in suo possesso alla data di produzione del presente materiale e sono soggette a modifiche, in qualsiasi momento e senza preavviso. Le informazioni qui fornite potrebbero non essere più esatte o pertinenti nel momento in cui vengono rese note, in particolare in considerazione della loro data di produzione o a causa delle tendenze del mercato. Le informazioni contenute nel presente documento hanno il solo scopo di fornire un'informazione generale e introduttiva e, in particolare, non possono essere utilizzate come base per qualsiasi decisione di acquisto, vendita o detenzione di un investimento. In nessun caso il Gruppo Edmond de Rothschild potrà essere ritenuto responsabile di qualsiasi decisione di acquisto, vendita o detenzione di un investimento presa sulla base di questi commenti e analisi. Il Gruppo Edmond de Rothschild raccomanda pertanto agli investitori di procurarsi le diverse descrizioni regolamentari di ciascun prodotto finanziario prima di effettuare qualsiasi investimento, al fine di analizzare i rischi associati e di formarsi una propria opinione in modo indipendente dal Gruppo Edmond de Rothschild. Si raccomanda agli investitori di ottenere una consulenza indipendente da parte di professionisti specializzati prima di effettuare qualsiasi operazione basata sulle informazioni qui fornite, in particolare al fine di assicurarsi che tale investimento sia adatto alla loro situazione finanziaria e fiscale. Le performance e le volatilità passate non sono indicatori affidabili delle performance e delle volatilità future; possono variare nel tempo e possono essere indipendentemente dalle fluttuazioni dei tassi di cambio. Fonte delle informazioni : salvo indicazione contraria, le fonti utilizzate in questo materiale sono quelle del Gruppo Edmond de Rothschild. Le informazioni qui fornite non possono essere riprodotte o utilizzate, in tutto o in parte, senza l'autorizzazione del Gruppo Edmond de Rothschild. Copyright © Gruppo Edmond de Rothschild - Tutti i diritti riservati.

