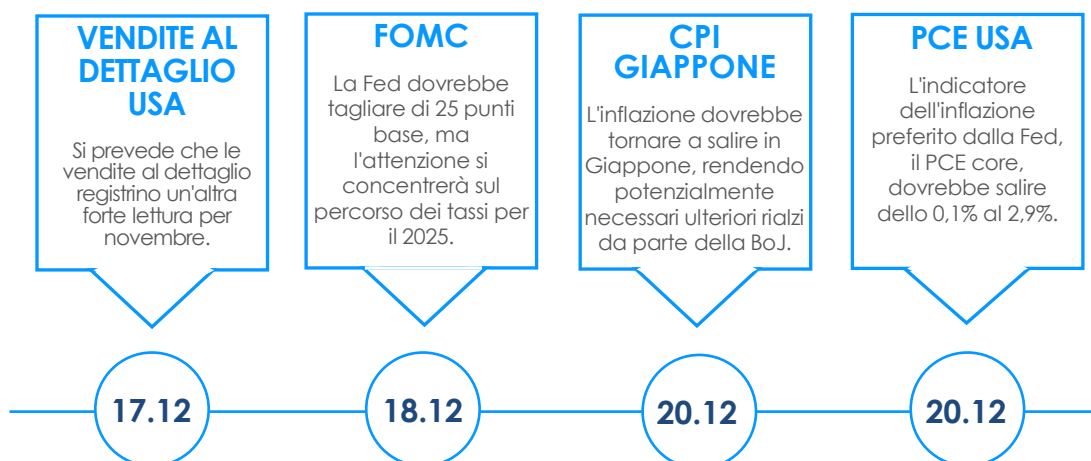


Eventi principali

Azimut Global Network

- * Milan
- * Abu Dhabi
- * Austin
- * Cairo
- * Dubai
- * Dublin
- * Geneva
- * Hong Kong
- * Estoril
- * Istanbul
- * Lugano
- * Luxembourg
- * Mexico City
- * Miami
- * Monaco
- * New York
- * Santiago
- * São Paulo
- * Shanghai
- * Singapore
- * St Louis
- * Sydney
- * Taipei



Outlook Asset Allocation 2025

A prima vista, il 2025 sembra delinearsi come un anno che potrebbe ancora offrire performance positive, anche se più lievi rispetto al recente passato. Tuttavia, persistono diverse incertezze che potrebbero portare a correzioni che potrebbero rappresentare opportunità di acquisto a medio termine. Tra le incertezze, le due principali sono la mancanza di chiarezza su ciò che l'amministrazione Trump potrebbe effettivamente attuare quando tornerà al potere e il fatto che le performance delle varie asset class sono state fortemente polarizzate: ciò che ha beneficiato del favore degli investitori nell'anno appena concluso ha raggiunto valutazioni impegnative, da cui sono possibili rapide correzioni.

Cercheremo di capire quali sono i fattori che probabilmente avranno il maggiore impatto sull'economia globale e sui mercati finanziari e qual è il miglior posizionamento in base alle informazioni disponibili al momento.

Amministrazione Trump

La vittoria dei repubblicani in entrambe le camere del Congresso faciliterà l'attuazione del programma elettorale di Trump.

Molte delle misure di Trump hanno un potenziale inflazionistico: tra queste, l'imposizione di tariffe universali del 20% e del 60% sulle importazioni dalla Cina. L'espulsione di milioni di immigrati clandestini che porterebbe a una contrazione dell'offerta di lavoro e potenzialmente ripristinerebbe le condizioni che hanno causato pressioni salariali negli ultimi anni. L'estensione degli sgravi fiscali che scadono nel 2025 e l'introduzione di altri, che potrebbero aumentare il reddito disponibile per i consumi e, di conseguenza, un nuovo squilibrio tra domanda e offerta di beni e servizi. Altre misure sono potenzialmente deflazionistiche. Tra queste, la deregolamentazione e i tagli alla spesa pubblica, l'aumento della produzione petrolifera statunitense - che potrebbe ridurre i prezzi del petrolio - e la spinta all'adozione su larga scala dell'intelligenza artificiale, che potrebbe aumentare la disoccupazione. Ciò che conta davvero è **capire quante delle promesse elettorali si tradurranno in azioni concrete e in che misura**. Possiamo immaginare che solo una parte limitata delle "minacce" elettorali di Trump si tradurrà in misure concrete. L'analisi che segue si basa su questa ipotesi.

L'impatto sulla crescita degli Stati Uniti dovrebbe essere positivo, a prescindere dalla misura in cui verranno attuate le promesse elettorali. Per gli altri Paesi, invece, gli effetti saranno quasi inequivocabilmente recessivi e deflazionistici: l'aumento delle tariffe doganali ridurrà le esportazioni verso gli Stati Uniti, incidendo a sua volta negativamente sulla crescita e sull'occupazione.

(continua)

Inflazione e banche centrali

L'opinione comune è che le misure dell'amministrazione Trump avranno più probabilmente un impatto inflazionistico che deflazionistico, anche se non tale da portare l'inflazione fuori controllo. Lo scenario più probabile è che **l'inflazione statunitense rimanga vicina ai livelli attuali** o, nel peggiore dei casi, aumenti in modo modesto.

In questo contesto, la Federal Reserve avrebbe difficoltà a tagliare i tassi in modo aggressivo. Il mercato ha già rivisto sostanzialmente al ribasso le sue aspettative per il 2025, prevedendo ora solo tre ulteriori tagli di 25 punti base, che porterebbero i tassi ufficiali al 3,75%-4,00% entro fine anno. Ci allineiamo a questa proiezione.

Al contrario, l'inflazione nel resto del mondo potrebbe scendere più rapidamente di quanto inizialmente previsto. La riduzione della produzione dovuta al calo delle esportazioni si tradurrà probabilmente in un aumento della disoccupazione e in una riduzione dei consumi. Questo scenario appare particolarmente complicato per l'Europa, che già soffre di una crescita anemica e di tensioni politiche in diversi paesi membri.

La conseguenza più plausibile, quindi, è che le banche centrali del resto del mondo taglieranno in modo più aggressivo di quanto ipotizzato in precedenza, sia per contrastare gli effetti recessivi delle politiche dell'amministrazione Trump sia per evitare che l'inflazione scenda troppo al di sotto del 2%.

Mercato del lavoro USA

Un altro grande punto interrogativo è l'effettivo stato di salute del mercato del lavoro statunitense. Il tasso di disoccupazione continua a salire e storicamente, ogni volta che il numero di disoccupati ha superato la media biennale, è seguita una recessione.

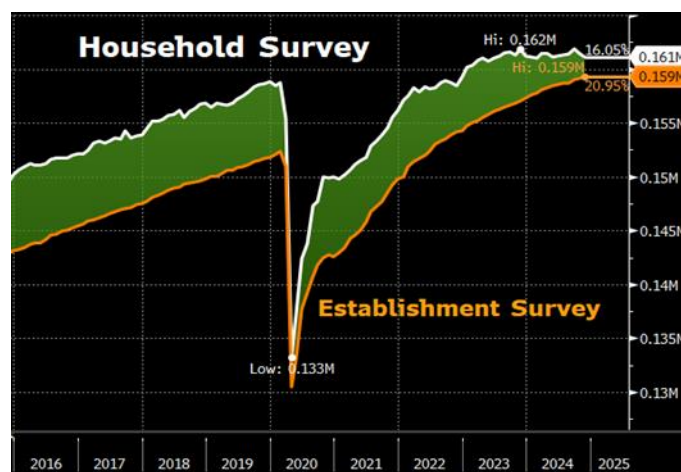
Nell'episodio attuale, tuttavia, **è difficile prevedere una recessione nel breve periodo**. Ciò potrebbe essere spiegato dall'uso anomalo dello stimolo fiscale (cioè del deficit pubblico) negli ultimi anni, come discusso di seguito.

Inoltre, vi sono significative incongruenze tra le due principali indagini sull'occupazione. Secondo l'indagine sui salari non agricoli, "establishment survey", l'occupazione sembra essere in costante aumento. Al contrario, l'indagine sulle famiglie, condotta dalla stessa agenzia governativa ma con una metodologia diversa, non mostra alcuna creazione di posti di lavoro negli ultimi 18 mesi.

Lo stato di salute del mercato del lavoro è fondamentale per capire la tenuta dei consumi nel prossimo anno, considerando che il bacino di risparmio accumulato si è progressivamente prosciugato.



Fonte: Bloomberg

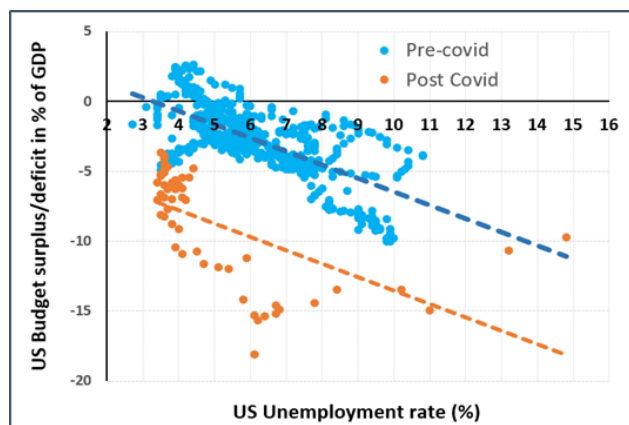


Fonte: Bloomberg

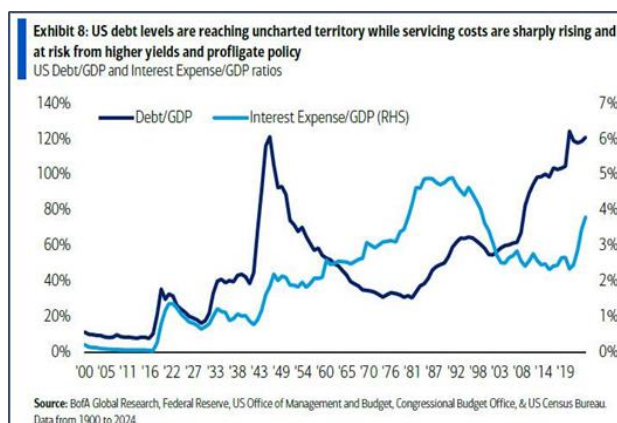
Sostenibilità del debito pubblico

Dopo la crisi del COVID, tutti i governi hanno fatto ricorso alla spesa in deficit in misura molto maggiore rispetto al passato. Gli Stati Uniti lo hanno fatto più di altri Paesi, nonostante una crescita sostenuta e la piena occupazione. Questa impennata del debito pubblico, unita all'aumento dei tassi di interesse, sta determinando un significativo aumento del costo del debito.

(continua)



Fonte: FRED, Bloomberg, Azimut elaboration



Fonte: BofA Global Research

Questa dinamica diventerà probabilmente sempre più rilevante per le scelte di politica monetaria. Per evitare problemi di sostenibilità del debito pubblico, sarà necessario mantenere l'inflazione leggermente al di sopra dell'obiettivo ufficiale del 2%, consentendo una riduzione reale del debito. Allo stesso tempo, i tassi dovranno probabilmente essere abbassati più rapidamente di quanto l'economia non richieda per evitare un aumento insostenibile della spesa per interessi.

Un'ultima considerazione, spesso trascurata: il PIL di una nazione può essere suddiviso in PIL del settore privato e PIL del settore pubblico. Negli ultimi anni, la maggiore crescita degli Stati Uniti rispetto al resto del mondo può essere attribuita non solo ai progressi tecnologici, ma anche all'aumento del deficit pubblico. Al momento in cui scriviamo, la spesa pubblica statunitense è aumentata dell'11% rispetto all'anno precedente, raggiungendo i 7.000 miliardi di dollari. Senza questa spesa aggiuntiva, la crescita degli Stati Uniti sarebbe stata più modesta: la forza dei consumatori statunitensi deriva anche dai massicci trasferimenti statali. Pertanto, **l'evoluzione del deficit sarà cruciale: se rimarrà alto, la crescita probabilmente continuerà**. Tuttavia, è importante ricordare che storicamente l'eccessivo ricorso all'indebitamento raramente è stato accompagnato da una prosperità a lungo termine.

Opzionalità cinese

Da settembre, il governo cinese ha riconosciuto apertamente la **necessità di adottare misure sostanziali di politica fiscale e monetaria** per rilanciare la crescita interna. È insolito che il governo cinese parli così apertamente senza poi dare seguito alle sue dichiarazioni. L'approvazione di misure sostanziali potrebbe consentire all'economia cinese di ripartire, con ricadute positive a livello globale. Ciò compenserebbe almeno in parte gli impatti negativi sulla crescita globale dei dazi che l'amministrazione Trump potrebbe imporre.

In caso di concrete misure di stimolo fiscale e monetario, gli asset cinesi potrebbero registrare un forte rimbalzo, sostenuti dall'attuale forte sconto delle valutazioni rispetto alla maggior parte dei mercati sviluppati ed emergenti, dal forte sottopeso dei portafogli internazionali e dal sentimento estremamente negativo nei confronti del Paese.

La crescita globale

Come risultato dei fattori sopra menzionati, **si prevede che la crescita globale rimanga sana**, né troppo forte né troppo debole.

Tuttavia, la crescita sarà disomogenea. Gli Stati Uniti dovrebbero crescere un po' più del loro potenziale grazie alle politiche di Trump e ai notevoli investimenti necessari per lo sviluppo dell'intelligenza artificiale. Il resto del mondo dovrebbe registrare una crescita più anemica, soprattutto a causa degli effetti della possibile imposizione di tariffe su larga scala. Dopo anni di risultati deludenti, la Cina potrebbe rappresentare un'eccezione, con una sorpresa positiva in caso di approvazione di misure di stimolo. Se ciò dovesse accadere, tra i Paesi esteri l'Europa potrebbe emergere come il maggior beneficiario.

Si può quindi prevedere che il processo di normalizzazione dell'inflazione, della crescita e della politica monetaria prosegua, riportando il mondo al contesto di crescita e inflazione moderata che ha favorito l'espansione nei decenni passati.

(continua)

Non tutte le curve e i segmenti del mercato del credito sono uguali...

Partiamo da un assunto di base: **gli attuali livelli dei tassi d'interesse saranno il principale driver della performance** (carry), con le scadenze a breve termine che dovrebbero diminuire in tutti i Paesi occidentali nel corso del 2025. Pertanto, in aggregato, le prospettive per il fixed income sono generalmente positive. Tuttavia, come accennato in precedenza, è plausibile aspettarsi che il comportamento delle varie curve dei tassi d'interesse possa non allinearsi perfettamente. La Federal Reserve potrebbe ridurre i tassi in misura minore rispetto alle altre principali banche centrali. Entro la fine del 2025, i tassi dei Fed Funds potrebbero aggirarsi intorno al 4%, mentre la BCE potrebbe portare i tassi ufficiali al di sotto del 2%, anche se non in modo significativo. Alla luce di queste proiezioni, i tassi nominali intorno al 4%-4,5% e i tassi reali intorno al 2% negli Stati Uniti, o le curve dei governi europei tra il 2% e il 3,5% nominali, dovrebbero essere considerati interessanti.

Tuttavia, rimangono alcune incertezze. Una di queste incertezze, comune a tutte le banche centrali, riguarda il cosiddetto **"tasso neutrale"**. Si sta formando un consenso sul fatto che questo sia ora a livelli più alti rispetto ai decenni precedenti. Sebbene il tasso neutro sia più un concetto astratto che una misura effettivamente quantificabile, il fatto che le banche centrali segnalino che oggi è più alto che in passato suggerisce che il margine per tagliare i tassi potrebbe essere minore del previsto.

Un altro grande punto interrogativo comune a molti Paesi è la sostenibilità dei debiti sovrani. Negli ultimi anni, il mercato ha reagito in modo sempre più nervoso quando sono stati annunciati significativi aumenti del deficit (come nel caso del governo britannico di Liz Truss). Di recente, due grandi Paesi sembrano essersi aggiunti alla «watch list»: Francia e Stati Uniti. Per quanto riguarda la Francia, il mercato si concentrerà su come verrà risolta l'impasse politica seguita alla caduta del governo Barnier. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, è difficile aspettarsi gravi problemi nel breve termine, considerando il loro status di superpotenza globale e di valuta di riserva, ma qualsiasi slittamento fiscale da parte dell'amministrazione Trump potrebbe mettere sotto stress la parte lunga della curva statunitense.

Pertanto, nonostante una visione generalmente positiva sulla duration, sembra più saggio sovrappesare la duration al di fuori degli Stati Uniti. Solo la parte corta della curva statunitense può essere considerata sicura, mentre occorre cautela sulla parte lunga, che potrebbe essere vulnerabile non solo in caso di aumento dei disavanzi pubblici, ma anche se l'inflazione dovesse rimanere troppo elevata. Solo un significativo deterioramento del mercato del lavoro e/o della crescita statunitense renderebbe nuovamente interessante la parte lunga della curva americana. Nello spazio creditizio, la nostra preferenza rimane per le obbligazioni subordinate, gli ibridi societari e i CoCos in particolare, nonché per il debito dei mercati emergenti. Siamo invece sempre più cauti sugli high yield, in particolare quelli statunitensi, dove gli spread stanno per raggiungere i minimi storici. Inoltre, fintanto che non vi sono rischi per la crescita, vale la pena acquistare qualsiasi allargamento degli spread che si verifichi. Allo stesso modo, qualsiasi aumento improvviso e sostanziale dei rendimenti delle obbligazioni sovrane dovrebbe essere visto come un'opportunità di accumulo. (Maggiori dettagli nelle Prospettive sul Fixed Income)

...né lo sono i paesi e i settori per le azioni

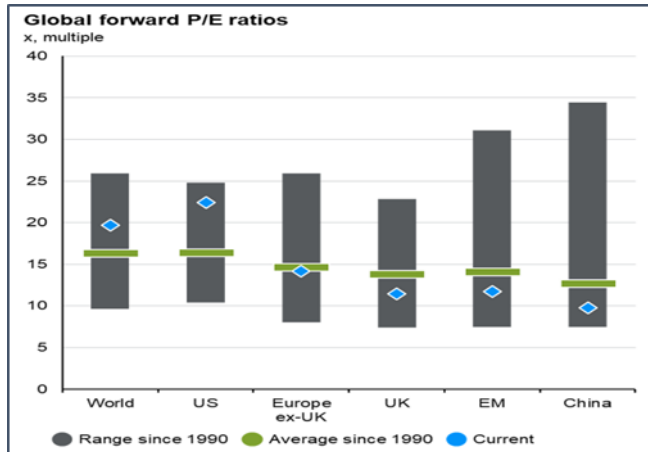
Per il secondo anno consecutivo, le azioni globali hanno registrato una performance positiva di oltre il 20%. **Le nuove tecnologie e gli Stati Uniti hanno nuovamente guidato la corsa, mentre altri Paesi e settori sono rimasti indietro.** Dopo due anni così forti, i rendimenti del terzo anno sono tornati positivi nella maggior parte dei casi. Il comitato prevede che nel 2025 i rendimenti rimarranno positivi, anche se probabilmente saranno più modesti rispetto agli ultimi anni.

Il mercato e la tecnologia statunitensi continueranno probabilmente a prosperare grazie ai massicci investimenti legati allo sviluppo dell'intelligenza artificiale. La deregolamentazione, le politiche a favore della crescita e le tariffe sulle importazioni che l'amministrazione Trump potrebbe attuare potrebbero sostenere ulteriormente l'economia statunitense. Tuttavia, date le valutazioni notevolmente elevate, non si può escludere la possibilità di correzioni rapide e profonde come quelle già sperimentate nel 2024.

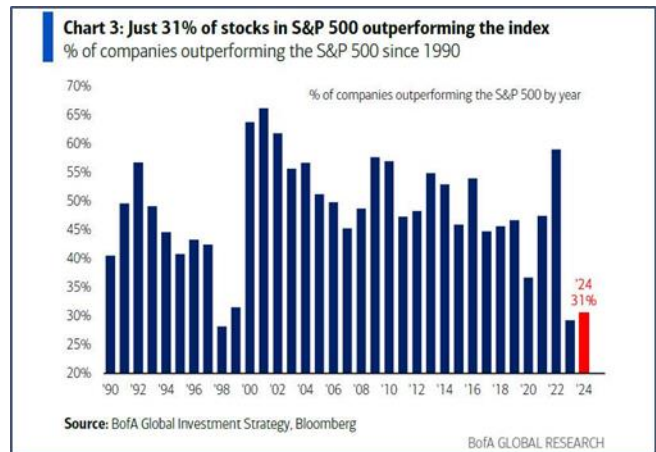
Detto questo, più della metà dell'aumento degli ultimi due anni è stato dovuto alle espansioni dei multipli, con i titoli che sono diventati sempre più costosi sulla base dei fondamentali. In altre parole, i mercati azionari sono cresciuti più degli utili. Questo rappresenta una vulnerabilità, poiché esiste una correlazione inversa tra le valutazioni di partenza e i rendimenti a lungo termine. Inoltre, la concentrazione dei rendimenti in un numero ridotto di società è un altro elemento di vulnerabilità. Negli ultimi due anni, una piccolissima percentuale di società ha sovraperformato l'S&P 500, come nel 1998 e nel 1999.

Il resto del mondo, invece, tratta a valutazioni molto più interessanti, ma fatica a tenere il passo degli Stati Uniti a causa di una crescita degli EPS più moderata e dell'assenza di società operanti nell'IA e/o in altre tecnologie di punta. Nonostante le valutazioni profondamente scontate, fatichiamo a vedere catalizzatori positivi per l'Europa, soprattutto alla luce delle incertezze politiche in Francia e Germania. Il Giappone potrebbe raccogliere i frutti di alcune riforme strutturali, ma la sua crescita rimane in gran parte dipendente dalla crescita globale e dalle esportazioni. **L'unica regione che ha la possibilità di sovraperformare i titoli globali è la Cina, ma ciò dipende dall'effettiva approvazione da parte del governo cinese di misure di stimolo sostanziali per rilanciare l'economia.**

(continua)



Fonte: J.P. Morgan AM



Fonte: BofA Global Investment Strategy

Picchi di volatilità

Dato che le valutazioni sono tese sia sulle azioni che sul reddito fisso, **sono possibili correzioni nel 2025**.

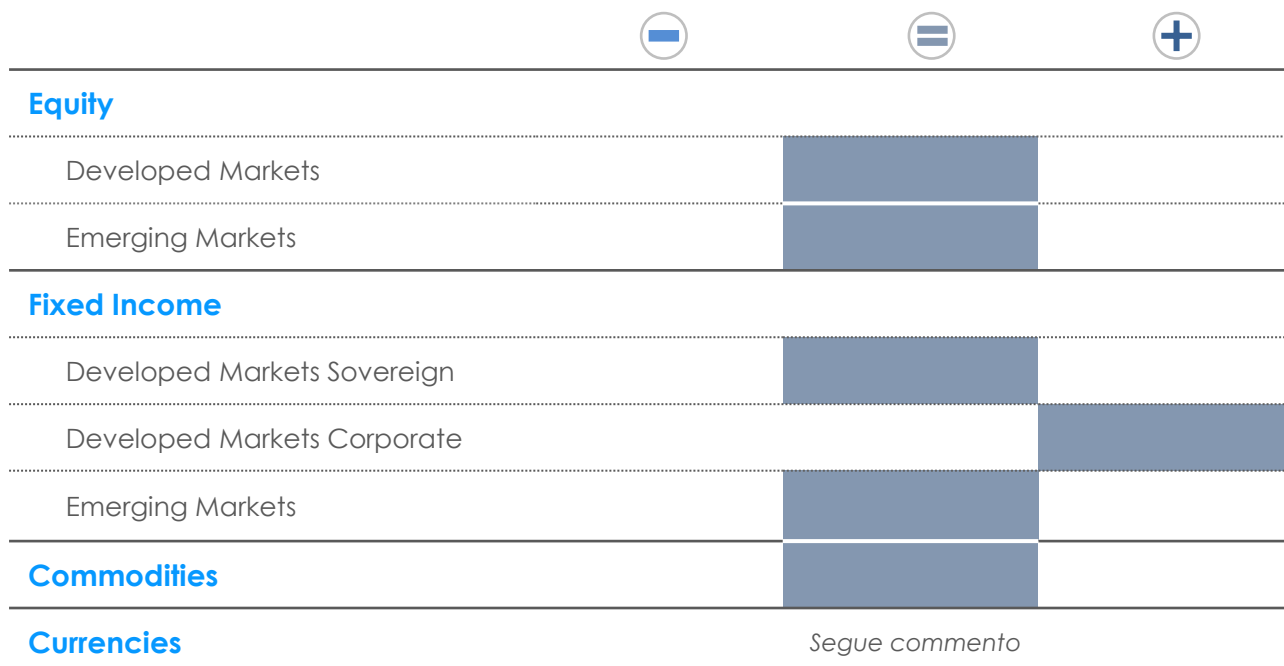
Tuttavia, con l'aspettativa di base di una performance positiva per entrambe le asset class nel medio termine, raccomandiamo di mantenere la calma. Al contrario, le correzioni dovrebbero essere viste come opportunità per accumulare azioni, duration e/o credito, allontanandosi dagli investimenti più conservativi.

OUTLOOK 2025

Sulla base di quanto sopra, **possiamo aspettarci rendimenti moderatamente positivi sia per le azioni che per le obbligazioni nel 2025**, con performance abbastanza allineate tra loro. Dato che la correlazione tra le due asset class è tornata ad essere costantemente negativa, **un portafoglio ben bilanciato e allineato al profilo di rischio del cliente è il modo migliore per gestire i potenziali picchi di volatilità** che potrebbero eventualmente materializzarsi.

Nei mercati pubblici è quindi consigliabile mantenere un portafoglio neutrale in termini di allocazione azionaria/obbligazionaria, garantendo un'ampia diversificazione tra stili di investimento e gestori. **Il portafoglio aggregato dovrebbe inoltre avere un'esposizione sostanziale ai prodotti che investono nei mercati privati**, poiché si prevede che continueranno a sovraperformare i mercati pubblici. Inoltre, l'aggiunta di un'esposizione ai mercati privati può aumentare la decorrelazione e ridurre significativamente la volatilità complessiva del portafoglio.

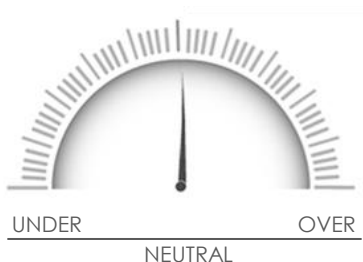
Asset Allocation View



⊖ UNDER = NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



View mantenuta **neutrale**. Nessun cambiamento rispetto all'indicazione precedente. Il trade "Trump" (comprare azioni statunitensi e vendere tutto il resto) ha ancora spazio per estendersi fino alla fine dell'anno, anche alla luce dei problemi politici in Europa. I ritracciamenti a breve termine sono possibili, vista l'entità del divario di performance tra gli Stati Uniti e il resto del mondo dopo le elezioni, ma sembrano più probabili all'inizio del 2025.

US



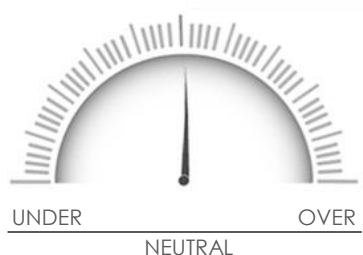
Europe



Japan



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Dopo una significativa sottoperformance dopo le elezioni americane, le azioni dei mercati emergenti sembrano pronte per un rimbalzo almeno a breve termine, che probabilmente si concretizzerà all'inizio del 2025. Tra questi mercati, la Cina mantiene un vantaggio chiave, con il potenziale di sfruttare la politica fiscale per contrastare gli effetti negativi dei dazi dell'amministrazione Trump, ma purtroppo il governo cinese ha appena perso un'altra occasione per annunciare misure concrete.

Asia ex-Japan



EEMEA

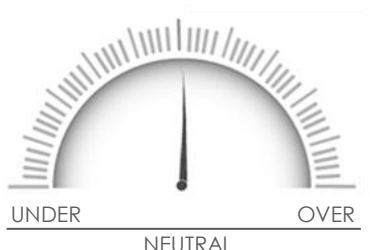


LATAM



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Continuiamo a preferire la parte breve della curva statunitense, mentre manteniamo la cautela sulla parte lunga in attesa di maggiore chiarezza sulle politiche effettivamente messe in atto da Trump. Nell'UE, la BCE ha adottato un tono meno dovish del previsto, innescando un rimbalzo dei tassi che dovrebbe essere visto come un'opportunità di accumulo.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta a **leggero sovrappeso**. La ricerca di rendimento nel mercato del fixed income continuerà a favorire le obbligazioni corporate. Nell'ambito delle società, continuiamo a preferire le obbligazioni investment-grade rispetto a quelle ad high yield, che si stanno avvicinando ai minimi storici.

IG Europe



IG US



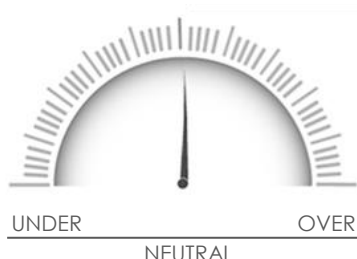
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. I rischi potenziali posti dalle imposizioni tariffarie dell'amministrazione Trump sono mitigati dal recente ampliamento degli spread delle obbligazioni dei mercati emergenti rispetto alle obbligazioni societarie con rating analogo dei mercati sviluppati.

Local Currency



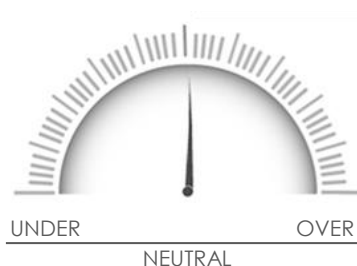
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta **neutrale**. Nonostante la recente forza del dollaro e il calo dell'inflazione, i metalli preziosi continuano ad essere considerati la migliore posizione all'interno delle commodity, considerando che il metallo prezioso è tipicamente più performante durante i periodi di allentamento della politica monetaria e funge da copertura del portafoglio contro le tensioni geopolitiche inattese.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale** sul dollaro USA. Il differenziale dei tassi tra gli Stati Uniti e il resto del mondo continuerà probabilmente a sostenere un dollaro forte, soprattutto se il nuovo grafico a punti mostrerà meno dei tre tagli dei tassi previsti dal mercato nel 2025.

Euro: view mantenuta **neutrale**. Le incertezze politiche che circondano la Germania e in particolare la Francia sono controbilanciate, nel breve termine, dall'atteggiamento meno dovish della BCE nell'ultima riunione.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale**, ma con un **bias ribassista**. La valuta cinese continuerà a rimanere sotto pressione a causa delle minacce tariffarie degli Stati Uniti e della mancanza di dettagli sulle misure fiscali a sostegno dell'economia interna.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale**, con un **bias ribassista**, in vista delle misure protezionistiche che Trump potrebbe attuare.

Euro		USD		CNY		Other EM	
------	---	-----	---	-----	---	----------	---

Il presente documento è stato redatto da Azimut Investments S.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. E' necessario che l'investitore concluda un'operazione solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione ai rischi che esso comporta tramite un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario. Azimut Investments S.A. non assume alcuna responsabilità in merito all'effettiva correttezza dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento, pertanto, nessuna responsabilità può essere imputata ad Azimut Investments S.A. per omissioni, imprecisioni, errori eventualmente riscontrabili. I dati e le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut Investments S.A. è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante Azimut Investments S.A. abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. Azimut Investments S.A. ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.