

Scritto il 2 gennaio 2025

PANORAMICA DEL MERCATO GENNAIO 2025

Di Dominique Marchese, responsabile delle azioni e Jean-Philippe Vanderborcht, responsabile del reddito fisso

LE NOSTRE OPINIONI PER L'ANNO 2025

Prima di descrivere le sfide e le prospettive per l'anno 2025 in termini di economia, inflazione, tassi di interesse, valute e indici di borsa, riassumiamo i punti salienti dell'anno appena trascorso.

2024: UN'ANNATA RICCA DI SORPRESE

L'annata che si sta concludendo è stata ricca di sorprese. Gli Stati Uniti hanno dato prova di "eccezionalità", come è ormai consuetudine descrivere un'economia la cui performance ha superato di gran lunga le aspettative più ottimistiche. La crescita economica in termini di volume (esclusa l'inflazione) raggiungerà sicuramente il +2,7% nel 2024, un tasso leggermente inferiore a quello dell'anno precedente. Si ricorda che verso la fine del 2023 il consensus prevedeva una crescita appena dell'1,3%. La realtà era quindi molto diversa dallo scenario centrale. Sostenuti dalla resilienza del mercato del lavoro e dagli effetti ricchezza derivanti dai mercati finanziari e dalla disinflazione (impatto favorevole sul reddito reale), i consumi delle famiglie sono rimasti solidi mentre il ciclo degli investimenti ha accelerato notevolmente (conseguenza di programmi federali come l'*Inflation Reduction Act*). Riflettendo gli incrementi di produttività che consentono di contenere i costi unitari di produzione su una traiettoria del 2% annuo, nonostante i salari aumentino di oltre il 4%, i margini di profitto delle aziende americane sono vicini al loro picco storico. I principali indici azionari hanno logicamente registrato nuovi record, in particolare gli indici tecnologici spinti dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale generativa (AI) e dalle sue promesse di stimolare la crescita potenziale a lungo termine. **Se l'economia americana ha sorpreso per il suo dinamismo, l'attività è rimasta modesta nella zona euro**, nonostante le speranze suscitate dagli indicatori anticipatori in primavera, penalizzata dalla crisi politica francese (scioglimento dell'Assemblea nazionale lo scorso giugno) e dalla crisi industriale tedesca (messa in discussione del modello mercantilista tedesco, perdita di competitività nel settore automobilistico). **Le autorità cinesi hanno cercato di rimettere in moto la macchina mentre la crisi immobiliare aggrava le pressioni deflazionistiche. Se Pechino è riuscita a ridare un po' di colore agli indici azionari cinesi, l'Europa soffre ancora di un elevato premio per il rischio politico.** Il rapporto schiacciante di Mario Draghi, ex presidente della Banca Centrale Europea (BCE, 2011-2019) e del Consiglio dei Ministri italiano (2021-2022), sulla competitività dell'Unione Europea (UE), è stata l'occasione per ricordare le debolezze strutturali del Vecchio Continente nei confronti di Stati Uniti e Cina. Se da un lato le sfide legate alla rivoluzione tecnologica e alla transizione energetica sono immense, dall'altro sono

le scelte politiche dell'UE degli ultimi vent'anni a sollevare interrogativi. Bruxelles incarna la passione burocratica per lo standard, quando gli Stati Uniti innovano e la Cina produce.

In termini di contesto dei tassi di interesse, il 2024 è stato sinonimo di un generale allentamento delle politiche monetarie nel quadro di una continua disinflazione, anche se gli indici dei prezzi ora hanno maggiori difficoltà a raggiungere gli obiettivi delle banche centrali (resistenza al calo dei prezzi nei servizi influenzati dai salari). Tuttavia, le aspettative di inflazione degli agenti economici hanno continuato a normalizzarsi, con grande soddisfazione dei principali banchieri centrali.

Il 2024 non è stato privo di sorprese politiche, a cominciare dal ritorno inaspettato per molti e sconvolgente in più di un modo della carica di Donald Trump, una vittoria salutata dai mercati finanziari nonostante le inevitabili polemiche scatenate dal suo programma considerato piuttosto inflazionistico. Il suicidio politico di Emmanuel Macron ha permesso alla Francia di conquistare il poco invidiato trofeo di "malato d'Europa", e soprattutto ha indebolito ulteriormente il progetto europeo in mancanza di leadership. In Medio Oriente, il crollo dell'"asse della resistenza" sciita sotto l'autorità iraniana, un successo clamoroso per le monarchie sunnite, Turchia e Israele, sta rimescolando le carte in una regione che aspira alla pace. A questo proposito, sottolineiamo la grande calma dei mercati finanziari riguardo alle recenti crisi geopolitiche, in particolare per quanto riguarda i prezzi dell'energia. La guerra in Ucraina, impantanata nel suo terzo anno, sembra aver raggiunto un vicolo cieco. L'unità dell'Occidente di fronte alla Russia è chiaramente indebolita (stanchezza e cautela dei protagonisti, arrivo di Donald Trump alla Casa Bianca). Il supporto logistico fornito all'Ucraina è appena sufficiente a consentirle di mantenere il fronte e potrebbe costringere Kiev a un compromesso.

Gli indici azionari hanno registrato buone performance nel 2024, con tuttavia ampie divergenze tra aree geografiche (il premio va ovviamente agli indici americani), tra settori e tra grandi e piccole capitalizzazioni di mercato. Le legittime preoccupazioni sulla

valutazione dei titoli americani e l'elevata concentrazione dei principali indici borsistici (lo stragrande peso dei "Magnifici Sette") non hanno impedito ai mercati di proseguire la loro progressione durante tutto l'anno, a parte un breve periodo di consolidamento nel corso l'estate, alimentata da a breve momento di panico legato alla politica monetaria della Banca del Giappone (brutale correzione della borsa di Tokyo

accompagnata da un forte apprezzamento dello yen), e dubbi (ingiustificati) sulla capacità dell'economia americana di evitare lo scenario recessivo. L'elevato livello di incertezza per l'anno 2025 ha tuttavia portato verso la fine di dicembre ad un leggero consolidamento dei principali indici azionari.

2025: MACROECONOMIA, INFLAZIONE, TASSI DI INTERESSE E VALUTE

Economia

I contorni di un **atterraggio morbido per l' economia globale** sono stati tracciati nel 2024, con una crescita resiliente combinata con un'inflazione moderata che consentirà alle principali banche centrali – con la notevole eccezione della Banca del Giappone – di avviare un ciclo di allentamento monetario. Una continuazione di questo slancio positivo sembrava probabile per il 2025, ma un **grado di incertezza insolitamente elevato** circonda qualsiasi proiezione dopo le elezioni statunitensi di novembre. **La natura, la portata e i tempi delle politiche che la nuova amministrazione Trump perseguirà rimangono poco chiari e potrebbero influenzare fortemente il destino dell'economia americana e del resto del mondo.** Considerati i solidi fondamentali del settore privato, la normalizzazione dei mercati del lavoro e le condizioni finanziarie favorevoli, **l'economia globale dovrebbe essere in grado di assorbire una versione "moderata" del programma di Donald Trump** (dazi mirati e/o limitati alla Cina, lotta all'immigrazione clandestina, estensione della convenzione 2017 tagli alle tasse, ecc.). Ed è su questa base che si fonda il nostro scenario centrale per il prossimo anno. Tuttavia, le forze messe in moto sono molteplici, complesse e talvolta contraddittorie. Gli investitori devono quindi tenere presente il fatto che un dosaggio eccessivo (guerra commerciale generalizzata, deportazioni massicce di immigrati clandestini, deficit di bilancio fuori controllo, ecc.) potrebbe destabilizzare le economie globali e i mercati finanziari.

Obbligazioni

I mercati obbligazionari hanno vissuto ancora una volta un **percorso piuttosto volatile nel 2024**, con tassi di interesse a lungo termine che hanno oscillato entro un intervallo abbastanza ampio. La fine dell'anno ha visto un ritorno dei tassi a lungo termine del dollaro verso il limite superiore di questo intervallo, **con gli operatori di mercato che hanno cercato di integrare le implicazioni dell'ondata repubblicana durante le elezioni statunitensi in termini di inflazione e offerta di fondi così come il discorso meno accomodante della Federal Reserve (Fed) nella riunione di dicembre.** Dopo 100 punti base (1%) di tagli dei tassi di riferimento in tre mesi, il presidente Jerome Powell ha moderato le aspettative e ha suggerito un ritmo di allentamento significativamente più lento in un contesto incerto. **Al contrario, la BCE sembra più fiduciosa che l'inflazione ritornerà al suo obiettivo nel 2025 in un contesto di rischi al ribasso per una crescita già modesta. Manteniamo un atteggiamento positivo sul debito pubblico** in uno scenario centrale favorevole che prevede un margine ancora adeguato per l'allentamento monetario prima di raggiungere una zona più neutrale per i tassi di interesse di riferimento. Un livello di rendimento piuttosto elevato rispetto alla storia post-crisi finanziaria, una minore concorrenza da parte dei prodotti monetari e un potere decorrelativo all'interno di

portafogli diversificati dovrebbero costituire un'attrattiva sufficiente per gli investitori. **Contiamo su rendimenti positivi alimentati dal carry e su un possibile leggero calo dei tassi a lungo termine** (verso il 4,00% per il tasso sovrano americano a 10 anni e l'1,90% per il suo equivalente tedesco). **I mercati del credito continuano ad essere sostenuti dai solidi fondamentali delle aziende** e dalla gestione piuttosto conservativa dei loro bilanci nel periodo post-covid. **Tuttavia, i premi di rischio (spread di credito) si sono ridotti significativamente nel 2024**, attestandosi attorno ai livelli minimi registrati dopo la crisi finanziaria. In assenza di uno shock importante, riteniamo che il credito possa continuare a sovraperformare grazie al carry, ma i livelli attuali lasciano poco spazio a errori. Di fronte a un contesto incerto, privilegiamo quindi **il debito di alta qualità (Investment Grade)** per i nuovi investimenti. Resterà necessaria un'attenzione costante per la selezione e la diversificazione dei titoli.

Valute

Dopo un periodo di debolezza durante l'estate, il **dollaro statunitense** ha registrato un rimbalzo durante l'ultimo trimestre, emergendo come **la valuta principale più forte dell'anno 2024**. Negli Stati Uniti le urne hanno espresso il verdetto più favorevole possibile per il biglietto verde. **Le proposte piuttosto reflazionistiche del candidato repubblicano dovrebbero mantenere il vantaggio in termini di crescita e tassi di interesse da parte americana.** Inoltre, una guerra commerciale colpirebbe i blocchi europeo e cinese in un momento delicato in cui la loro domanda interna è debole. **L'euro sembra quindi vulnerabile** dato l'elevato grado di apertura al commercio internazionale e la camicia di forza di bilancio che limita le possibilità di ripresa... a meno che il conservatorismo fiscale tedesco non venga attenuato dopo le elezioni di febbraio. **In attesa di chiarimenti sulle vere intenzioni della nuova amministrazione americana, il dollaro dovrebbe restare stabile. Ma va notato che è già stato guidato da un posizionamento speculativo abbastanza pronunciato e che i suoi livelli di valutazione sono già elevati.** Riteniamo che una rottura duratura della parità richiederebbe misure molto severe negli Stati Uniti (come dazi doganali generalizzati) e una recessione europea. Se si evitano questi estremi, un modesto rimbalzo dell'euro verso 1,05-1,10 dollari sembra plausibile nella seconda metà dell'anno grazie alla riduzione dell'incertezza e all'avvicinamento delle banche centrali alla stabilizzazione dei tassi. **Manteniamo tuttavia una piccola esposizione al dollaro nei nostri portafogli perché rimane un interessante strumento di copertura contro alcuni tipi di rischi ciclici e geopolitici.**

I MERCATI AZIONARI NEL 2025: DIVERSIFICARE AL DI FUORI DEI “MAGNIFICI SETTE”

Le azioni americane, che rappresentano circa i due terzi degli indici globali, sono storicamente costose, qualcosa che nessuno nella comunità finanziaria osa negare. Sfortunatamente, per gli investitori alla ricerca di modelli di previsione efficienti, la valutazione di mercato non è mai stata un indicatore rilevante della performance su un orizzonte di dodici mesi. Ci consente al meglio di stimare i rendimenti sugli investimenti a lungo termine. Non ha molto senso neanche paragonare la situazione attuale con quella esistente alla fine degli anni Novanta, prima dello scoppio della bolla di Internet. **Se la questione della monetizzazione dell'intelligenza artificiale da parte dei leader tecnologici è legittima, è difficile contestare che siamo in presenza di una vera e propria rivoluzione tecnologica che trasformerà radicalmente le imprese e sosterrà gli incrementi di produttività.** Ricordiamo che, secondo uno studio dell'OCSE del 2021, confermato da altri, l'intelligenza artificiale potrebbe aggiungere dall'1% al 2% in più alla crescita economica annua entro il 2030 (l'attuale traiettoria globale è vicina al 3% annuo in volume), a seconda la velocità e la profondità della sua diffusione. Per gli Stati Uniti, nel 2023 Goldman Sachs ha stimato l'impatto tra l'1,5% e il 2% all'anno per il prossimo decennio. Il rapporto prezzo/utigli del mercato americano previsto a dodici mesi (22) supera la media storica degli ultimi cinque anni (19,5), ma la differenza si spiega principalmente con il peso dei “Magnifici Sette” (35% del mercato). L'elevata valutazione degli *hyperscaler* (*cloud leader*) riflette anche il loro ruolo centrale nell'ecosistema AI. Abbiamo spesso insistito nel corso dell'anno 2024 sui considerevoli investimenti richiesti dall'implementazione dell'intelligenza artificiale, formidabili barriere all'ingresso per i leader tecnologici, ma che vanno a beneficio anche dell'intera catena del valore – compreso il settore energetico – come parte di una rivoluzione tecnologica che svolgersi nel corso di molti anni. Il principale rischio a cui vanno incontro *gli hyperscaler* è in realtà più di natura regolamentare, come testimoniano le numerose azioni legali intentate contro posizioni ritenute dominanti su entrambe le sponde dell'Atlantico. **Ribadiamo quindi il nostro consiglio per una maggiore diversificazione dei portafogli rispetto ad indici ultra-concentrati - e quindi più rischiosi in termini assoluti -, focalizzando l'attenzione sui settori che beneficiano direttamente dalla rivoluzione dell'AI :** fornitori di apparecchiature elettriche per *data center*, semiconduttori, produttori di energia elettrica, infrastrutture *dati*, sviluppatori di applicazioni, ecc., che offrono comunque valutazioni ragionevoli. **Nel lungo termine, non dobbiamo dimenticare i settori la**

CONCLUSIONE

Dopo un anno ricco di sorprese, il 2025 dovrebbe offrire agli investitori la sua dose di sfide e incertezze. È proprio per questo motivo che i mercati finanziari offrono premi di rischio che dovrebbero remunerare adeguatamente il loro livello di imprevedibilità (rendimento aggiuntivo richiesto in relazione ai tassi di interesse ritenuti privi di rischio). Il nostro compito è proprio quello di stimare in che misura questi premi di rischio siano sufficientemente attraenti. Nel quadro che abbiamo descritto in questa prima lettera mensile dell'anno 2025,

cui performance finanziaria sarà guidata dalla rapida progressione dei casi d'uso dell'IA (sanità, assicurazioni, scienza dei materiali, ecc.).

Prima della vittoria di Donald Trump, il consensus prevedeva una crescita degli utili del mercato statunitense pari a circa il 15% nel 2025 (rispetto al +9% dell'anno scorso), e prossima al 10% escludendo i “Magnifici Sette”. A priori, la politica della nuova amministrazione in carica a Washington sarà decisamente focalizzata sulla crescita e sul sostegno alle imprese. Pertanto, la combinazione di un'efficace politica dal lato dell'offerta e di una più ampia diffusione dell'intelligenza artificiale potrebbe rafforzare il ritmo di crescita dei profitti. Solo uno shock inaspettato sembra capace di interrompere la traiettoria del razzo “Corporate America”. In questo contesto, anche se non si possono escludere i rischi di una recrudescenza dell'inflazione (possibile slittamento di bilancio, politica migratoria, guerra tariffaria), è rischioso scommettere contro il mercato azionario americano. Privilegiamo quindi la diversificazione per costruire portafogli in grado di assorbire potenziali shock di volatilità.

Fuori dagli Stati Uniti, nessuna salvezza? Negli ultimi anni i mercati americani hanno continuato ad attrarre il risparmio globale, a scapito soprattutto dei mercati europeo e cinese. È inutile tornare alle note ragioni che spiegano la disincanto degli investitori nei confronti dei continenti in piena stagnazione economica. Tuttavia, tutto ha un prezzo. **Molte delle imprese europee più internazionalizzate, che godono di una solida base di asset produttivi negli Stati Uniti (copertura contro una possibile guerra tariffaria), si confrontano favorevolmente con i loro concorrenti americani in termini di performance finanziaria o addirittura di potenziale di sviluppo.** L'investitore sbaglierebbe se escludesse dal suo radar l'Europa, valutata solo 14 volte rispetto ai risultati stimati nel 2025 (crescita degli utili prevista al +8%), soprattutto perché l'UE si è dimostrata capace di stringere i ranghi e fornire soluzioni efficaci in tempi di crisi (pandemia, guerra in Ucraina, crisi energetica, anche se non tutto era perfetto, tutt'altro). Il crescente declino dell'industria europea oggi richiede risposte adeguate e coraggiose da parte dei decisori politici. **Per quanto riguarda i paesi emergenti, le valutazioni rimangono generalmente interessanti. Tuttavia, l'andamento dei mercati azionari dipenderà molto dalle decisioni di Donald Trump sui dazi doganali, dall'entità del piano di ripresa fiscale delle autorità cinesi e dalla possibile ripresa dei prezzi delle materie prime.**

riteniamo che i mercati offrano un'ampia gamma di opportunità agli investitori, a patto che rimangano fedeli ai due principi fondamentali della gestione delle attività finanziarie: rigore nel calcolo dei prezzi teorici e diversificazione ottimale per controllare al meglio i rischi.

Nella speranza che la nuova annata vi porti le maggiori soddisfazioni nei vostri investimenti, approfittiamo di questa lettera per augurarvi un felice anno nuovo 2025.

DISCLAIMER

Il contenuto di cui sopra è stato prodotto e distribuito da Pure Capital SA. È fornito a solo scopo informativo e ha lo scopo di presentare le attività di gestione della società Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") e di fornire informazioni sulle sue strategie di investimento. Le informazioni o i dati (inclusi testi e materiale fotografico) contenuti nel presente documento sono protetti da copyright e qualsiasi riproduzione o distribuzione degli stessi a terzi, interamente o parzialmente, senza la previa approvazione di Pure Capital, è vietata.

Pure Capital si riserva, in qualsiasi momento, il diritto di modificare o variare i dati contenuti nel presente documento senza preventiva comunicazione.

Il presente documento non deve in nessun caso essere assimilato ad un'offerta di acquisto/vendita di uno strumento finanziario o a qualsiasi attività di promozione o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari o di investimento. Tutte le informazioni pubblicate qui sono solo a scopo informativo e non costituiscono un consiglio di investimento. Tuttavia non può essere data alcuna garanzia sulla loro accuratezza o completezza. Queste informazioni non sono state preparate in conformità con i requisiti legali che promuovono l'indipendenza della ricerca sugli investimenti e devono pertanto essere considerate comunicazioni di marketing. Sebbene questi contenuti non siano soggetti ad alcun divieto di utilizzo prima della loro distribuzione (ad esempio, per eseguire ordini), Pure Capital non cerca di trarne profitto.

Per ulteriori dettagli sui prodotti di investimento, i documenti ufficiali di vendita (il Key Investor Information Document, il prospetto, la relazione semestrale e la relazione annuale) sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") (tel.: +352 26 39 86) oppure consultando il sito www.purecapital.eu.

Le informazioni contenute in questo documento sono fornite in buona fede e Pure Capital non può essere ritenuta responsabile.

Non è possibile garantire il raggiungimento degli obiettivi di investimento. La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le prestazioni possono variare nel tempo. Il valore patrimoniale netto del portafoglio dipende dall'andamento del mercato. Qualsiasi fondo di investimento è quindi soggetto alle fluttuazioni del mercato e l'investitore potrà recuperare solo un importo inferiore a quello che ha investito.

Il titolare del conto potrebbe addebitarti una commissione di conservazione annuale, o commissione di custodia. Variano da uno stabilimento all'altro. Per scoprirli, si prega di informarsi.

Questo documento vi viene fornito a condizione che non costituisca una base primaria per gli investimenti. Qualsiasi investimento dovrebbe essere il risultato di una decisione sufficientemente informata e informata.