

Outlook 2025



Outlook 2025

Tradizionalmente, la fine dell'anno è per tutti il tempo di consuntivi e previsioni. L'industria finanziaria non sfugge a questa regola, indicando valori puntuali futuri che sovente vengono superati dai fatti.

Piuttosto, tratteggiare lo scenario economico e finanziario per un nuovo anno è l'occasione per richiamare i temi fondamentali (macro e microeconomici, di struttura dei mercati) che guidano le nostre scelte d'investimento.

La gestione di portafoglio avviene nel continuo e prescinde dal calendario; richiede metodo, disciplina e capacità di adattamento a condizioni mutevoli. Tanto più ai nostri giorni, dove la dimensione della finanza è un multiplo dell'economia reale e le oscillazioni di breve dei mercati finanziari sono sempre più guidate da meccaniche quantitative che poco hanno a che fare con la realtà del sottostante, ma finiscono per condizionarla grandemente.

Target 2024 dell'S&P500 negli Outlook di fine 2023

	Target S&P500 per fine 2024	Differenza con S&P500 al 31/12/24
Previsione A	3.300	78,23%
Previsione B	4.200	40,04%
Previsione C	4.400	33,67%
Previsione D	4.425	32,92%
Previsione E	4.500	30,70%
Previsione F	4.650	26,49%
Previsione G	4.650	26,49%
Previsione H	4.700	25,14%
Previsione I	4.900	20,03%
Previsione J	5.000	17,63%
Previsione K	5.000	17,63%
Previsione L	5.000	17,63%
Previsione M	5.100	15,33%
Previsione N	5.100	15,33%
Previsione O	5.100	15,33%
Previsione P	5.200	13,11%
Previsione Q	5.200	13,11%
Previsione R	5.400	8,92%

Un nuovo regime d'inflazione e la sostenibilità dei debiti pubblici

Viviamo nel pieno di un mutamento radicale del contesto macroeconomico a cui consegue un cambio di regime per gli investimenti finanziari.

Per due decenni l'inflazione di equilibrio è rimasta su livelli modestissimi, a causa delle pressioni deflazionistiche derivanti dalla globalizzazione, dall'eccesso di leva finanziaria culminato nel crash del 2008, dalla sovraccapacità produttiva, dalla crisi dell'Eurozona.

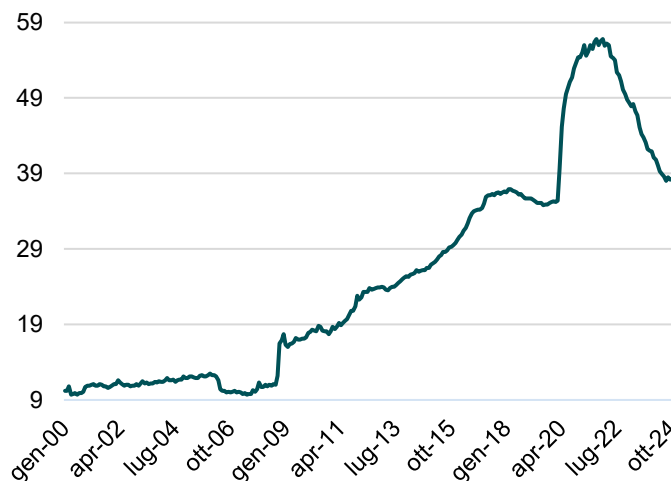
Negli ultimi quattro anni, invece, i prezzi alla produzione e al consumo sono stati spinti al rialzo da molteplici fattori, sia congiunturali (il recupero post pandemia della domanda per consumi e investimenti, la creazione di base monetaria, lo shock sui prezzi energetici e sulle catene di produzione in conseguenza delle guerre) sia strutturali (deglobalizzazione, rimpatrio delle attività produttive, decarbonizzazione, spese per la difesa).

Per contro, l'innovazione tecnologica, con gli incrementi di produttività che ne derivano, rimane un poderoso fattore di disinflazione. L'intelligenza artificiale ha un impatto pervasivo e trasversale a tutti i settori merceologici.

Esistono poi elementi deflazionistici tout-court, a cominciare dalla Cina, in conclamato declino demografico e alle prese con la classica recessione di bilancio, analoga a quella che ha caratterizzato il Giappone a partire dagli anni '90.

Nell'insieme, tuttavia, l'inflazione di equilibrio si sta spostando verso l'alto. A ciò contribuisce anche l'abbondanza di liquidità presente nel sistema. Infatti, sebbene i bilanci delle banche centrali siano in contrazione, i livelli assoluti rimangono elevati e non sono ancora tornati ai livelli precedenti la pandemia.

Bilanci delle Banche Centrali (G4) Totale Attivo di Bilancio in % del PIL



Le politiche fiscali rimangono espansive quasi ovunque e i debiti pubblici crescono ulteriormente. Il rapporto debito/PIL delle economie sviluppate ha toccato valori che non si vedevano dalla Seconda guerra mondiale.

Fino al 2021, grazie ai tassi bassi e all'abbondanza di liquidità, gli elevati e crescenti livelli di debito pubblico non hanno generato particolari inquietudini. Con l'aumentare del costo del debito, diventa cruciale una sua efficace gestione e soprattutto che la crescita economica nominale (PIL reale più inflazione) sia superiore al costo del debito.

Un'inflazione strutturalmente più alta diviene così non solo accettabile, ma anche strumentale alla riduzione delle passività e degli oneri di servizio del debito pubblico.

L'azione dei fattori inflazionistici e deflazionistici è contrastata e non lineare.

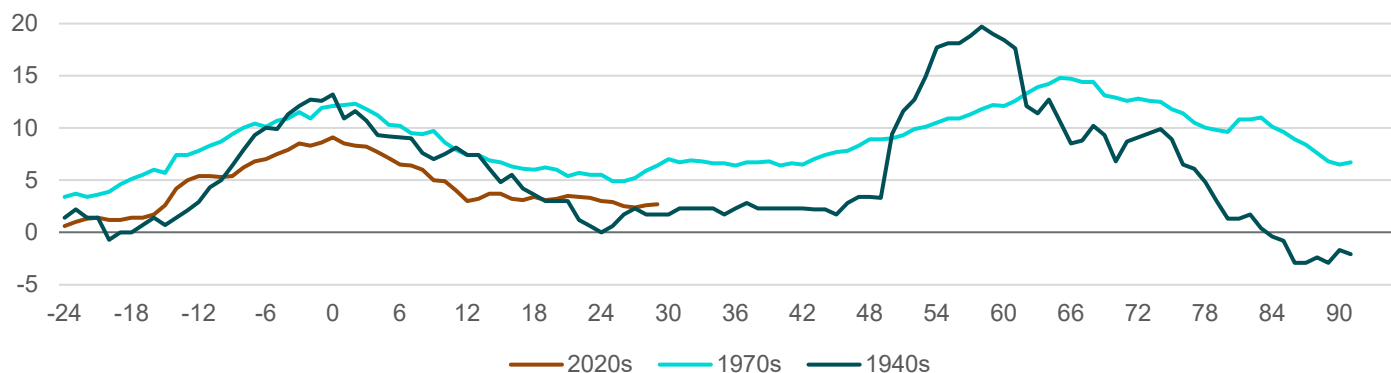
Ciò condiziona tempo per tempo le aspettative, producendo una maggior volatilità dell'inflazione; e una maggior volatilità dell'inflazione contribuisce alla crescita dell'inflazione stessa.

La presa di decisione delle banche centrali diventa vieppiù complicata. Presumibilmente, esse avranno una maggior tolleranza per le impennate sporadiche dell'inflazione al di sopra dei livelli di equilibrio.

Nel periodo della "grande moderazione" (2000-2020), il 2% d'inflazione era esplicitato sia come obiettivo da raggiungere sia come limite massimo da non valicare.

Da qui in avanti, pur sottotraccia, lo stesso numero fungerà da pavimento nel guidare le decisioni delle banche centrali. Anche perché, come dimostra l'esperienza giapponese, uscire dalla deflazione può essere incredibilmente difficile.

Inflazione USA a/a % (mesi prima e dopo il picco)



Le nostre aspettative di politica monetaria

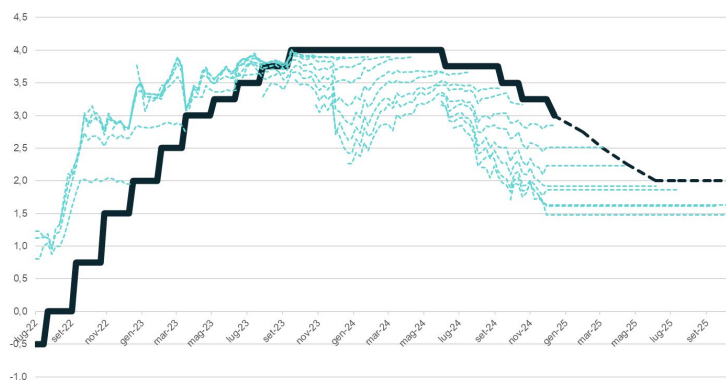
Le principali Banche centrali continueranno ad allentare la stretta monetaria, portando i rispettivi tassi di riferimento in territorio neutrale, seppur con ritmi diversi, che riflettono la crescita relativamente più solida negli Stati Uniti rispetto all'Area Euro.

Riguardo alla Federal Reserve, prevediamo nel corso del prossimo anno un allentamento di complessivi 50 punti base. Tuttavia, la direzione è più chiara rispetto al ritmo, particolarmente incerto in quanto legato all'erraticità dei dati congiunturali.

In Eurozona, dove la crescita è stagnante e il quadro politico meno decifrabile, la Banca Centrale Europea potrebbe tagliare i tassi fino a 100 punti base nell'anno, sebbene non siano da escludere manovre più espansive qualora la crescita dovesse indebolirsi più del previsto. Allo stesso tempo, la politica monetaria di Area Euro non potrà discostarsi in maniera significativa dalle scelte operate dalla Federal Reserve in risposta all'andamento della congiuntura mondiale, in particolar modo quella statunitense.

Rispetto a questo percorso tutto sommato lineare, i mercati e la narrazione faranno certamente più rumore, come è avvenuto sempre e ancor più nel passato recente.

Tassi ufficiali BCE e Stime



Obbligazioni e azioni nel nuovo regime d'investimento

Un'inflazione più sostenuta e volatile può comunque accompagnarsi ad una crescita reale significativa: questo nuovo regime d'investimento condiziona le modalità di allocazione del capitale nei prossimi anni.

Infatti, se l'inflazione si manterrà su livelli mediamente più alti, anche i tassi di interesse nominali saranno mediamente superiori, e le curve dei rendimenti più ripide.

Con aspettative d'inflazione più incerte, crescerà la remunerazione che gli investitori richiedono per il rischio di detenere obbligazioni a lunga scadenza (il cosiddetto "premio a termine").

Inoltre, anche la pressione dell'offerta, con le sempre maggiori esigenze di finanziamento dei Paesi, contribuirà a mantenere i tratti lunghi delle curve su valori più elevati.

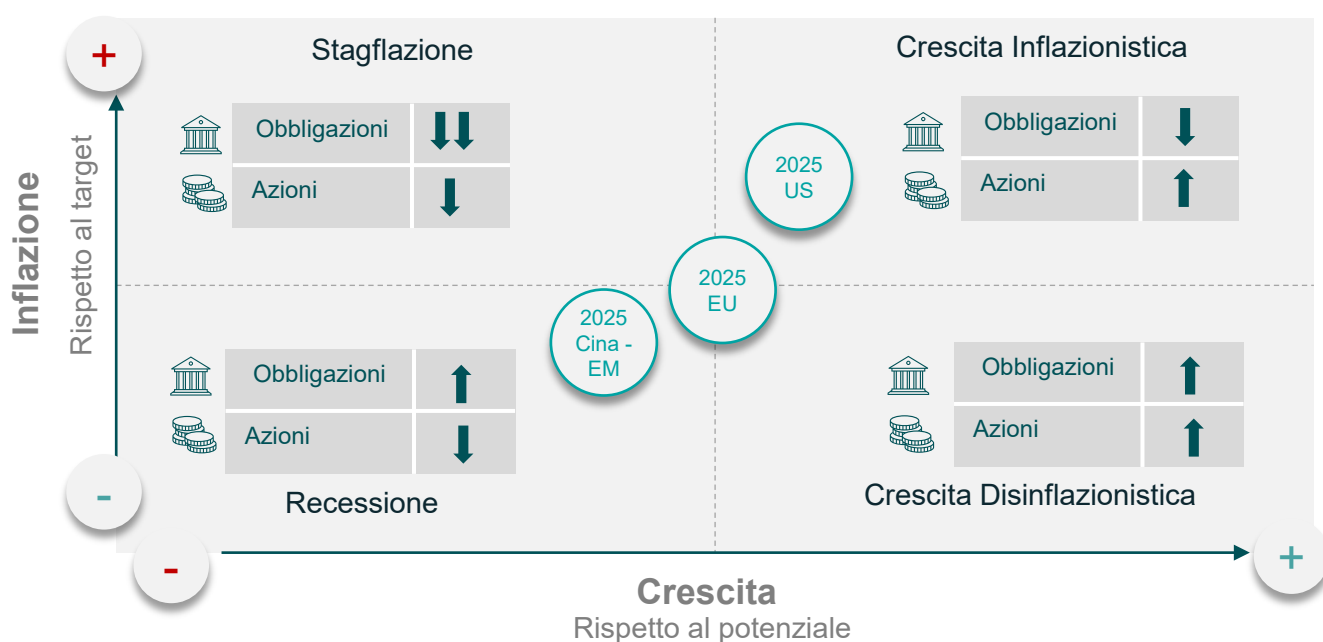
Da qui la nostra preferenza per un sottopeso strutturale di duration nei portafogli.

L'investimento in obbligazioni, quindi, ritorna nel proprio alveo naturale di fonte di rendimento, e non di ricerca di guadagni in conto capitale, che era stata la cifra dei mercati obbligazionari ai tempi dei tassi negativi.

Se le politiche economiche espansive pesano sui ritorni attesi del comparto obbligazionario, esse sono invece di supporto a quello azionario, sommandosi al beneficio della dirompente innovazione tecnologica e, almeno negli Stati Uniti, alla prospettiva di minor pressione regolatoria.

A maggior ragione in un contesto d'inflazione strutturalmente più elevata, le azioni rappresentano lo strumento di elezione per mantenere il valore reale del capitale.

Regime Economico e Regime di Investimento



Le nostre scelte di investimento

Riguardo alle obbligazioni, mantenendo un rischio tasso inferiore ai parametri di riferimento, privilegiamo i governativi europei rispetto a quelli americani, soprattutto nella prima parte dell'anno. Infatti:

- il differenziale di crescita fra le due economie è importante
- la politica monetaria rimane più restrittiva in Eurozona
- la politica fiscale, per quanto noto ad oggi, appare in termini relativi più restrittiva in Area Euro.

L'incertezza sulle politiche macroeconomiche e monetarie, sia in USA che in Area Euro, continuerà a produrre una volatilità elevata sul comparto governativo. Un tema di particolare attenzione sarà l'evoluzione del quadro politico in Eurozona, segnatamente Francia e Germania: lo stallo istituzionale ostacola le sfide (economiche, commerciali, geopolitiche) di Bruxelles, ma potrebbe portare alla formazione di governi più aperti a politiche fiscali flessibili ed espansive. E nel breve allontana il rischio di un ritorno a vincoli di bilancio draconianamente restrittivi.



A livello geografico, la preferenza va agli Stati Uniti.

Il sostegno di consumi robusti e le politiche della nuova amministrazione sono il viatico per una buona crescita degli utili aziendali, con un impatto favorevole sulle valutazioni. Sebbene i livelli valutativi di partenza siano superiori alla media storica, le aspettative di crescita e l'adozione di politiche monetarie più espansive da parte della Federal Reserve saranno di sostegno ai corsi. Rispetto al mercato azionario americano, quello dell'eurozona tratta al più elevato sconto della storia recente.

Nella ricerca del rendimento cedolare, un peso rilevante in portafoglio può essere riservato alle emissioni societarie con elevato merito creditizio.

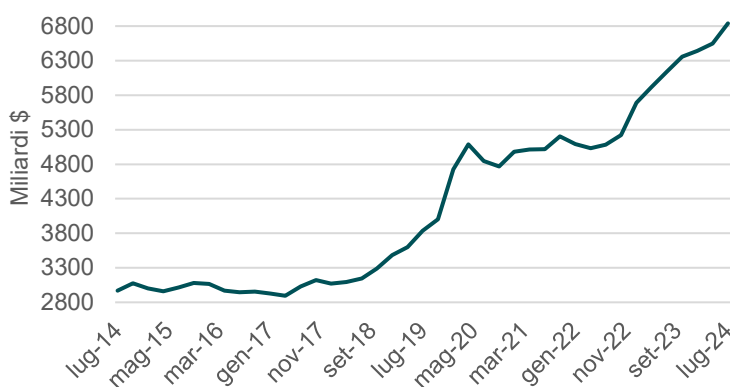
Meno attraente, invece, il profilo di rischio rendimento offerto dal comparto ad alto rendimento.

Le prospettive per gli investimenti azionari rimangono favorevoli, grazie a:

- il contesto macroeconomico
- l'implicita protezione assicurata dalle banche centrali
- la liquidità abbondante e il posizionamento degli investitori ancora capiente.

Iniziamo il 2025 con un sovrappeso significativo, consci del fatto che in corso d'anno ci saranno occasioni per modificare l'esposizione in ottica tattica, in funzione dell'evoluzione delle aspettative sulla congiuntura, la politica monetaria e l'inflazione.

Fondi Monetari – Ammontare Totale



E con ragione, vista la differenza di performance fra le due economie negli ultimi quindici anni. Tuttavia, è ben possibile una drastica riduzione del premio al rischio qualora si intraveda un ulteriore significativo passaggio verso l'unificazione dell'area: l'adozione di politiche di spesa in comune (per la difesa, per la decarbonizzazione, per gli investimenti in tecnologia e infrastrutture) finanziata tramite eurobond avrebbe un effetto dirompente.

Riguardo alle **valute**, non ci aspettiamo variazioni nel rapporto euro vs dollaro tali da giustificare l'assunzione di posizioni direzionali forti: i valori incorporano in buona parte il differenziale atteso dei tassi e il differenziale di crescita economica.

Manteniamo l'esposizione allo yen giapponese: la Bank of Japan ha cominciato a normalizzare la politica monetaria rimuovendo i tassi negativi, sebbene a un ritmo più blando del previsto, e presumibilmente li riporterà in territorio neutrale, favorendo di conseguenza l'apprezzamento della propria divisa.

L'esposizione allo yen, inoltre, rappresenta una forma di copertura implicita delle posizioni di rischio.

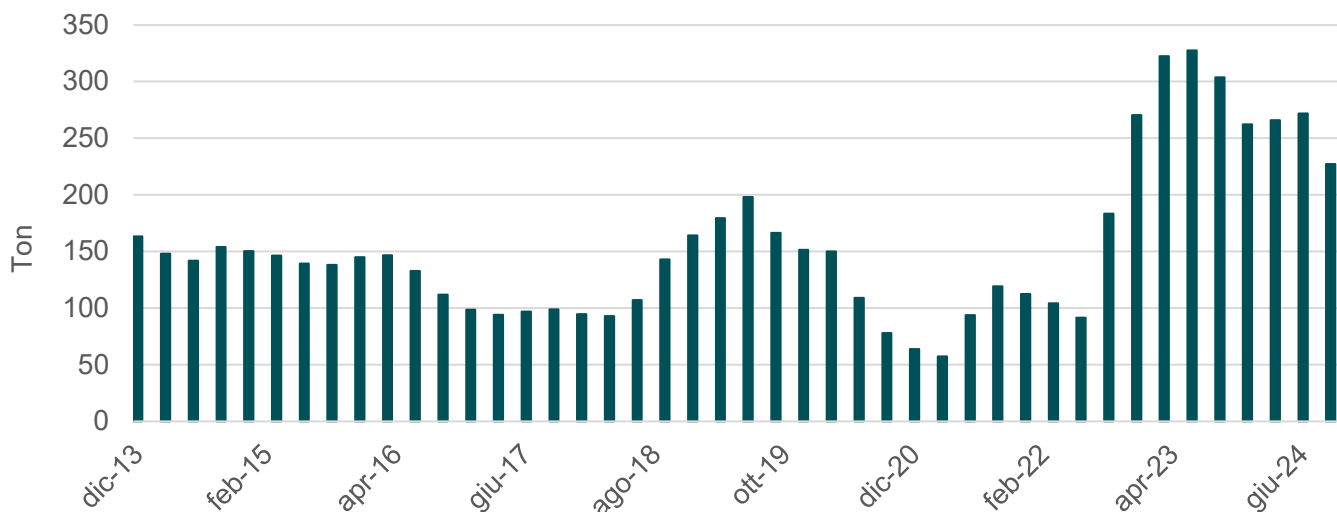
Tra le materie prime, l'oro potrebbe proseguire la sua crescita, a prescindere dal verso delle politiche monetarie. Infatti, la domanda di matrice più speculativa, tipica dell'investitore al dettaglio, sta lasciando il posto a quella di attori orientati al più lungo periodo.

Numerose Banche Centrali, specie dei Paesi Emergenti, stanno diversificando le riserve valutarie in un contesto di perdurante instabilità e di tensioni sul governo della moneta. Anche la domanda dell'oro come bene rifugio continuerà ad essere sostenuta dalla situazione geopolitica. L'oro, inoltre, potrebbe fungere da copertura contro una possibile volatilità dell'inflazione, che spingerebbe molti investitori alla ricerca di un'efficace protezione del proprio potere d'acquisto.

Oro: Prezzo vs n. quote ETF in circolazione



Oro: acquisti netti delle banche centrali (media mobile 4 trimestri)



Le macrotrendenze



INNOVAZIONE TECNOLOGICA E TRANSIZIONE ENERGETICA

- Ampliamento dei settori beneficiari dell'AI
- Aumento degli investimenti in capitale finanziati per lo più dal Settore privato (poco margine per il settore pubblico per debiti pubblici elevati)
- Aumento della crescita e della produttività

Rischio di impulso inflazionistico nel breve periodo, per maggiori investimenti (ma disinflazionistico nel lungo periodo, grazie agli aumenti di produttività); impatto positivo sulla crescita.



CRESCITA SOSTENUTA, MA ETEROGENEA

- USA si confermano motore della domanda globale (eccezionalismo USA)
- Divario tra Europa e USA in ampliamento causa dazi e maggiore incertezza politica nelle economie europee
- Cina in bilico tra dazi e politiche espansive

Rischio di maggiore frammentazione con l'aumento delle incertezze politiche e commerciali in Eurozona (soprattutto nel caso di interventi estremi da parte dell'amministrazione Trump). Normalizzazione disomogenea dei tassi.



GEOPOLITICA

- Cambiamento dei flussi commerciali a livello globale
- Attività di *reshoring* strategico in rafforzamento
- Complicata risoluzione dei conflitti

Rischio di shock di offerta in un mondo multipolare con escalation della guerra commerciale. Maggiore impulso inflazionistico, potenziale impatto negativo sulla crescita. Aumento della volatilità della congiuntura macroeconomica e dei mercati finanziari.

Disclaimer

La presente pubblicazione è prodotta da BPER Banca Private Cesare Ponti.

La medesima è rivolta al pubblico indistinto ed ha contenuto di carattere informativo.

Eventuali riferimenti a prodotti o servizi sono da intendersi con finalità meramente divulgativa e non costituiscono offerta commerciale. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come offerta, raccomandazione o consulenza in materia di investimenti per l'acquisto, la vendita o il mantenimento di alcun tipo di prodotto finanziario.

Le informazioni e le opinioni contenute nella presente pubblicazione sono fornite da BPER Banca Private Cesare Ponti in buona fede, in via autonoma e indipendente e si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Tali informazioni e opinioni sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e sono pertanto suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, senza alcun obbligo da parte di BPER Banca Private Cesare Ponti di comunicare tali modifiche a coloro che abbiamo fruito in precedenza del contenuto del documento.

Gli interessati dovranno effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica.

Qualsiasi eventuale riferimento nella presente pubblicazione a rendimenti passati, così come qualsiasi valutazione o altra informazione dai medesimi ricavata è a scopo esclusivamente illustrativo e non è da considerarsi indicatore affidabile di andamenti futuri.

Il contenuto della presente pubblicazione non è diretto a, né utilizzabile da, qualunque persona fisica o giuridica che sia cittadino o residente o che si trovi in qualsiasi località, Stato, Paese o altra giurisdizione in cui tale pubblicazione, messa a disposizione o utilizzo sarebbero contrari a leggi o regolamenti ovvero obbligherebbero BPER Banca Private Cesare Ponti all'acquisizione di permessi, autorizzazioni o licenze in tale giurisdizione.

BPER Banca Private Cesare Ponti non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del contenuto della presente pubblicazione e/o dalle eventuali scelte di investimento effettuate dai fruitori della medesima. Il presente documento non potrà essere distribuito, riprodotto anche parzialmente o pubblicato in assenza di specifica autorizzazione scritta di BPER Banca Private Cesare Ponti.

Documento basato sulle informazioni disponibili al 31 dicembre 2024.