



The Globe

Scenario 2025

La view d'investimento
di Eurizon

14 gennaio 2025

Scenario di riferimento

Il 2025 si presenta come un anno di prosecuzione del ciclo economico globale, con un mix crescita - inflazione simile a quello del 2024, ormai stabilizzato dopo il turbolento avvio del ciclo post Covid.

Il principale tema di attenzione saranno le decisioni dell'amministrazione USA in politica fiscale e politica commerciale. Gli investitori si aspettano misure di supporto alle imprese e ai profitti, ma se lo stimolo fiscale sarà troppo forte potrebbe surriscaldare l'economia e fare risalire l'inflazione.

Nello scenario centrale la Fed taglierà i tassi a un ritmo decisamente rallentato rispetto alla seconda metà del 2024. Maggiori spazi di manovra invece per la BCE, che è vista portare i tassi al 2,0% a fine estate.

In Eurozona l'attenzione sarà anche sulle elezioni in Germania a febbraio e sulla stabilità del nuovo governo in Francia. Una fragilità politica dell'Eurozona che rischia di ritardare la contromossa in caso di nuovi dazi USA.

In attesa anche la Cina, che ha pronto un piano fiscale di sostegno all'economia da varare una volta valutate le tariffe USA.

I mercati obbligazionari presentano rendimenti a scadenza attraenti. Interessanti anche i titoli del credito a dispetto di *spread* compressi. Per i mercati azionari le valutazioni sono meno interessanti rispetto ad un anno fa, ma il movimento rialzista dovrebbe proseguire sostenuto dalla crescita degli utili.

ME

Macro Economy

- Crescita solida in USA, debole in Eurozona. Inflazione vicina agli obiettivi di Fed e BCE.
- Banche Centrali in fase di rimozione della restrizione monetaria. I *future* di mercato monetario ipotizzano tassi in calo anche nel 2025, con obiettivo 3,8% per la Fed e 1,7% per la BCE.

AA

Asset Allocation

- Crescita positiva, inflazione stabile, ribassi dei tassi sono un *mix* favorevole. L'attesa per le prime misure concrete dell'amministrazione Trump può essere fonte di incertezza.
- I mercati obbligazionari già scontano parte dei tagli attesi dalle Banche Centrali, ma presentano tutt'ora tassi cedolari interessanti. Le valutazioni dei mercati azionari risultano tirate, soprattutto in USA, ma la crescita degli utili è un elemento di sostegno in ottica di medio periodo.

FI

Fixed Income

- I mercati obbligazionari rimangono interessanti, grazie a un flusso cedolare superiore all'inflazione, e offrono protezione ai portafogli in caso di inatteso rallentamento macro.
- *Spread* già piuttosto compressi per le obbligazioni *corporate*, che rimangono però una interessante fonte di rendimento cedolare aggiuntivo rispetto ai governativi.

E

Equity

- Le valutazioni dei mercati azionari appaiono tirate, soprattutto in USA, e l'incertezza politica può essere fonte di temporanea volatilità; la prosecuzione del ciclo economico però è un elemento di sostegno.
- A livello geografico si continua a esprimere preferenza relativa per gli USA, dove la crescita degli utili è più stabile.

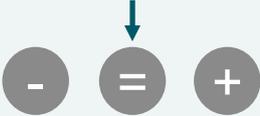
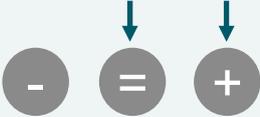
C

Currencies

- Dollaro in rafforzamento a 1,03 contro euro, spinto dalla forza dell'economia USA rispetto all'Eurozona; un eccesso di espansione fiscale USA potrebbe rafforzare ulteriormente la valuta statunitense.
- La Bank of Japan ha in parte rivisto i propositi di rialzo dei tassi, togliendo forza allo yen, che rimane però un elemento in grado di attutire eventuali ritorni di volatilità sui mercati.

View d'investimento

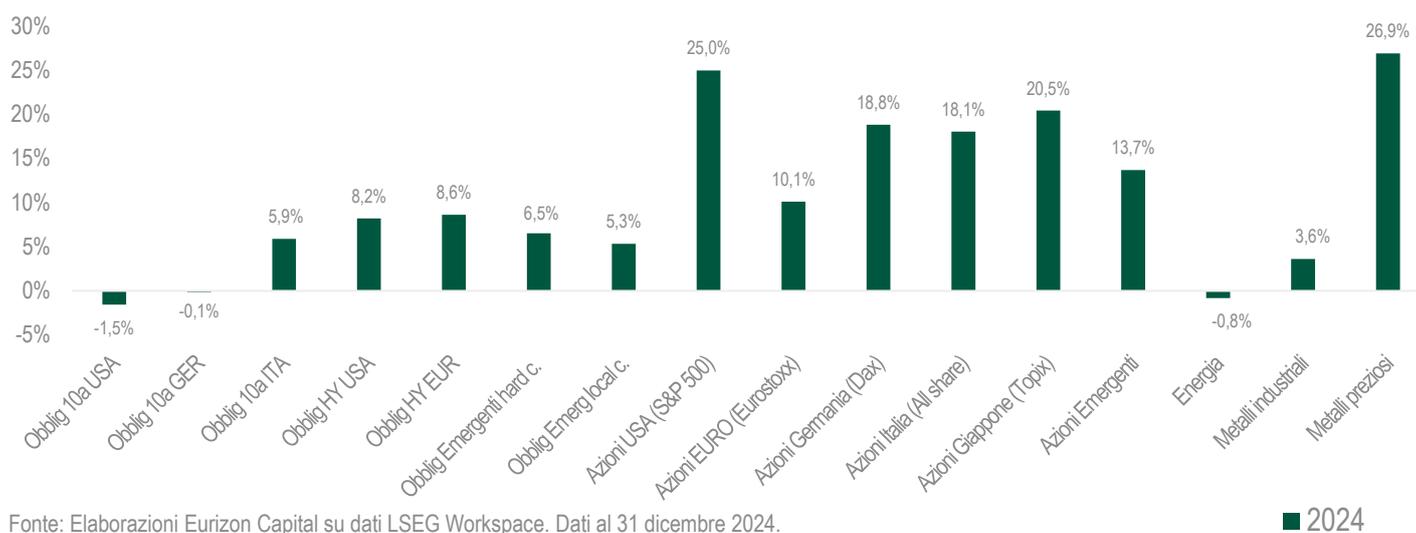
Lo scenario di riferimento combina crescita positiva negli USA e moderata espansione in Eurozona. Le Banche Centrali stanno rimuovendo la restrizione monetaria decisa per frenare l'inflazione. L'attesa per l'inizio del mandato della nuova amministrazione USA ha il potenziale di creare temporanea volatilità sui mercati, ma lo scenario di riferimento per il 2025 rimane favorevole ai mercati.

ASSET CLASS	GIUDIZIO	
FIXED INCOME Global Government	 NEUTRALE USA NEUTRALE GER	Giudizio neutrale sulla <i>duration</i> di USA e Germania.
	 POSITIVI PERIFERICI	Giudizio positivo sui titoli governativi periferici dell'Eurozona.
FIXED INCOME Credit Spread	 POSITIVO SPREAD CORPORATE NEUTRALE SPREAD EMERGENTI	Giudizio positivo sulle obbligazioni a <i>spread corporate</i> e neutrale sui Mercati Emergenti. Il giudizio positivo sugli <i>spread corporate</i> riguarda le componenti <i>Investment Grade</i> e <i>High Yield</i> di USA ed Eurozona.
EQUITY	 POSITIVO	Giudizio positivo sulle azioni. A livello geografico l'ordine di preferenza relativa è: (1) USA, Europa, (2) Emergenti, (3) Giappone, Pacifico ex Giappone.
CURRENCIES	 POSITIVO YEN POSITIVO DOLLARO	Giudizio positivo sul dollaro e sullo yen, neutrale sulle altre valute.

Asset Class a confronto

Tassi governativi in rialzo tra fine dicembre 2024 e inizio gennaio 2025. *Spread* stabili a livelli bassi in Eurozona, per le obbligazioni *Investment Grade*, *High Yield* e dei Mercati Emergenti. Saldo positivo per i mercati azionari a inizio anno, ma le azioni sono, di fatto, in attesa delle decisioni di Trump, dopo un 2024 molto positivo. Dollaro in rafforzamento a 1,03 contro euro.

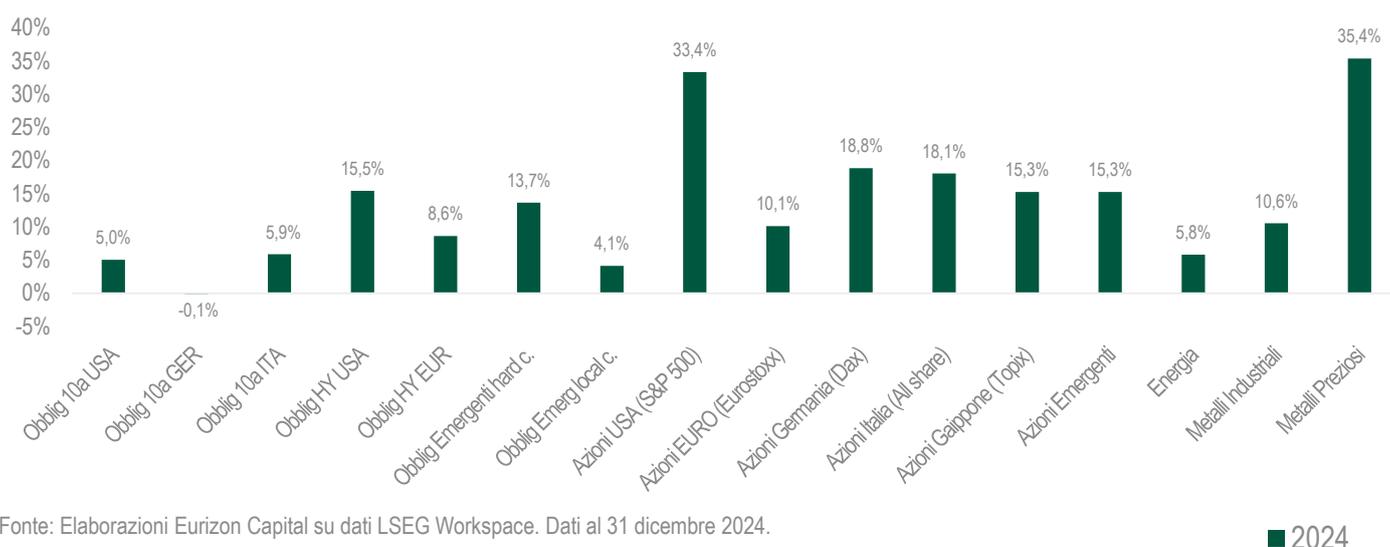
Mercati a confronto Valuta locale



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace. Dati al 31 dicembre 2024.

■ 2024

Mercati a confronto Euro



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace. Dati al 31 dicembre 2024.

■ 2024

Scenario 2025

2025, divergenza / convergenza

- Il 2025 si presenta come un anno di prosecuzione del ciclo economico globale, con un mix crescita - inflazione simile a quello del 2024, ormai stabilizzato dopo il turbolento avvio del ciclo post Covid.
- Nei numeri di consenso la **crescita economica è prevista al 2,1% negli USA**, in rallentamento dal 2,7% del 2024, e **all'1,0% in Eurozona**, in miglioramento rispetto allo 0,8% del 2024.
- Se confermate, queste aspettative segnerebbero una **moderata, ma salutare, riconvergenza tra USA ed Eurozona** dopo la divergenza degli ultimi anni. Va però osservato che **la stima di crescita degli USA è in revisione verso l'alto da parte dei previsori**, come già era successo per il 2024, e **il miglioramento delle aspettative potrebbe proseguire se l'amministrazione Trump deciderà nuove misure di sostegno all'attività economica**.
- D'altro lato, **le prospettive di miglioramento della crescita in Eurozona risiedono nel maggiore contributo dei consumi che, finora, non hanno tratto beneficio dalla discesa dell'inflazione**, visto che i consumatori hanno preferito aumentare il tasso di risparmio.

USA e Eurozona - crescita annua del PIL



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

L'inflazione in USA ed Eurozona

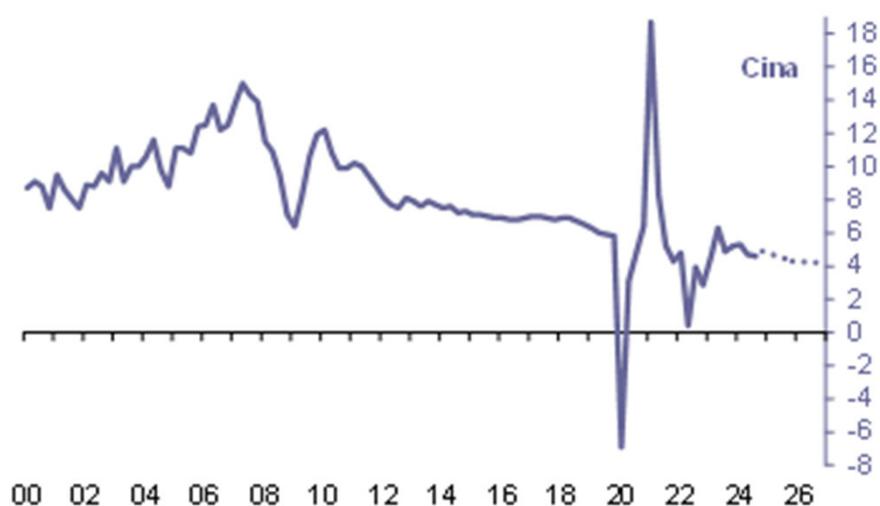


Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

Scenario 2025 (segue)

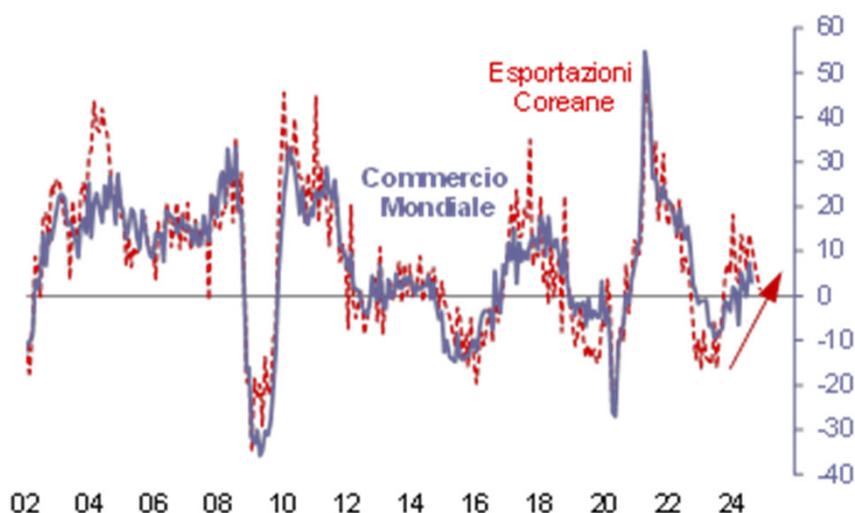
- Per quanto riguarda l'inflazione, le stime di consenso sono attestate al 2,5% per gli USA, dopo il 2,9% medio del 2024, e al 2,0% in Eurozona, dopo il 2,4% dell'anno appena concluso.
- Sono numeri che confermano il ritorno a un contesto di stabilità dei prezzi, dopo lo shock del 2021/2022, e nello scenario centrale appaiono condivisibili.
- La dinamica dell'inflazione andrà però monitorata; in USA alla luce dello stimolo fiscale e dei dazi, entrambi con potenziale di fare salire i prezzi, e in Eurozona alla luce della dinamica della crescita economica che, se troppo lenta, potrebbe fare scendere l'inflazione sotto i livelli attesi.
- La Cina nel 2024 ha registrato una crescita del 4,8%, poco sotto l'obiettivo programmatico del 5%. Il principale tema di attenzione in ottica 2025 sarà l'atteggiamento di politica commerciale della nuova amministrazione USA e le conseguenti misure compensative che decideranno le autorità cinesi in termini di politica fiscale e di indebolimento del tasso di cambio. Al momento, la stima di consenso di crescita media annua per il 2025 è pari al 4,5%.

Cina - crescita annua del PIL



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

Commercio mondiale - var. % annua (world export to world - FMI)

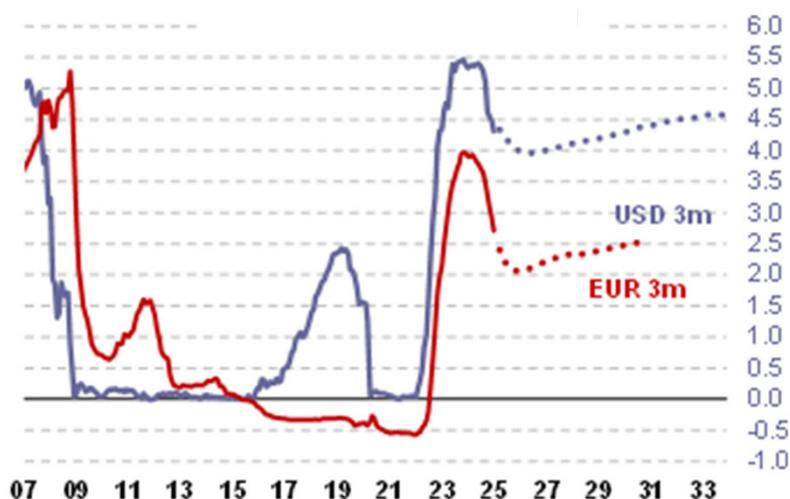


Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace e FMI

Scenario 2025 (segue)

- Nel 2025 le Banche Centrali avranno spazio per proseguire il ribasso dei tassi, seppure a velocità differenti.
- Nello scenario centrale la Fed dovrebbe procedere a un ritmo rallentato rispetto alla seconda metà del 2024, in considerazione della solida crescita economica e di un'inflazione ancora superiore all'obiettivo del 2%. Le ipotesi attualmente espresse dai *future* di mercato monetario, che appaiono condivisibili, vedono il tasso sui Fed Funds scendere dal 4,5% attuale al 4,0% a fine 2025.
- La BCE, invece, è vista rimuovere la restrizione monetaria in modo più rapido portando i tassi dal 3,0% al 2,0% a fine estate (100 punti base di ribasso complessivo; 25 punti base in ogni riunione).
- In Eurozona, oltre che sulla BCE, l'attenzione sarà sulle elezioni anticipate programmate in Germania a febbraio e sulla precaria stabilità del governo in Francia. L'incertezza politica in Germania e in Francia si può rivelare un elemento di fragilità per l'Eurozona nel momento in cui dovrà dialogare (o controbattere) con l'amministrazione Trump in tema di politica commerciale.

Tassi a 3 mesi USA ed EUR (storico + *future* tassi a 3 mesi)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

Lo spread Transatlantico (differenziale USA - GER 10 anni)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

Scenario 2025 (segue)

- Per quanto riguarda i mercati finanziari, lo scenario centrale, che combina prosecuzione del ciclo economico espansivo con inflazione stabile e taglio dei tassi da parte delle Banche Centrali, **prefigura un contesto favorevole, in continuazione con il 2024.**

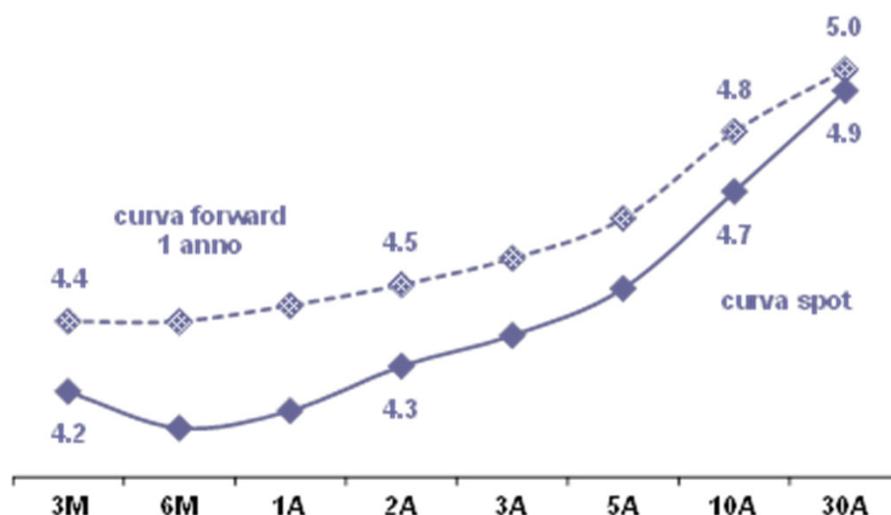
- I mercati obbligazionari governativi appaiono interessanti in termini di rendimento a scadenza (*carry*) e rappresentano una sorta di polizza assicurativa rispetto al rischio di delusione macro. Lo scenario di rischio per i tassi governativi, in particolare per quelli USA, è legato a un eventuale eccesso di stimolo fiscale da parte dell'amministrazione Trump, su un'economia già in piena occupazione.

- Le curve *forward* indicano aspettative di movimenti modesti per i tassi obbligazionari nel 2025.

- La curva euro vedrebbe tassi a breve in calo, a seguito delle decisioni BCE, e tassi a media e lunga scadenza poco mossi. Movimenti ancora più contenuti per la curva USA.

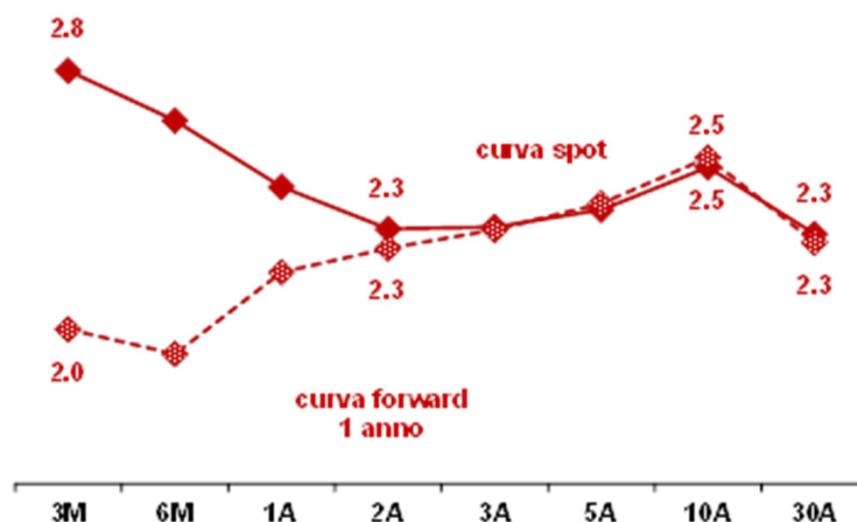
- Sono indicazioni allineate alle attese di prosecuzione del ciclo economico, che **permetterebbero agli investitori di incassare il flusso cedolare offerto dai mercati obbligazionari e di realizzare guadagni in conto capitale in caso di inatteso rallentamento del ciclo macro** (polizza assicurativa anti recessione).

USA: curva governativa *spot* e *forward* a 1 anno



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

EUR: curva tassi *swap spot* e *forward* a 1 anno

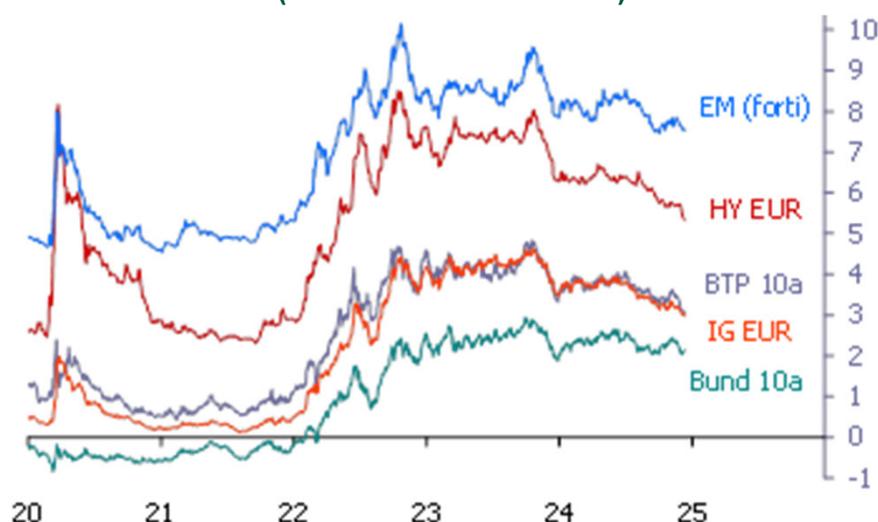


Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

Scenario 2025 (segue)

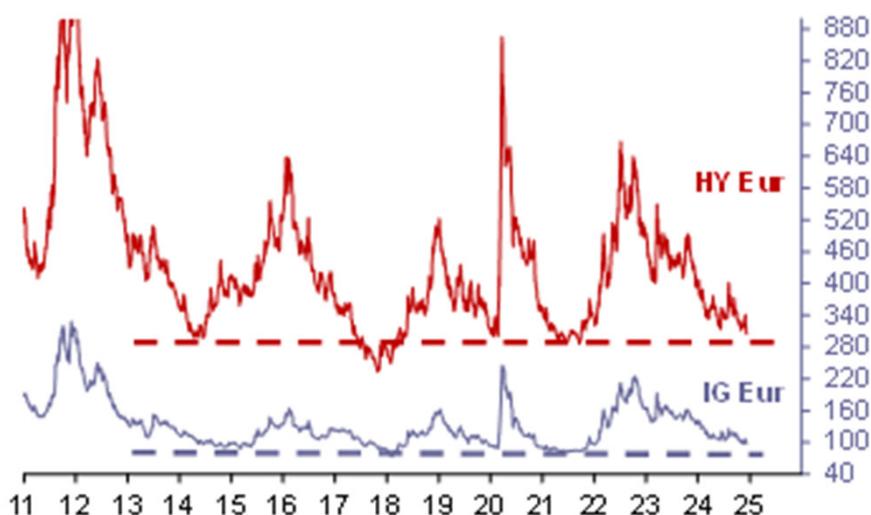
- Lo scenario di riferimento risulta favorevole anche per i mercati a *spread* (credito) che presentano flussi cedolari interessanti, pur con *spread* già compressi.
- I tassi a scadenza delle componenti di credito (*Investment Grade* e *High Yield*) sono risultati in calo costante per tutto il 2024. Quelli dei Mercati Emergenti sono scesi meno ma, anche in questo caso, il rendimento assoluto è stato abbondantemente positivo.
- A questo punto gli *spread* del credito sono ai livelli minimi dei cicli precedenti, in area 90 punti base per l'*Investment Grade* EUR e in area 300 punti base per l'*High Yield* EUR. Da qui in avanti lo spazio per ulteriori cali degli *spread* sono modesti, ma le componenti *Investment Grade* e *High Yield* rimangono interessanti in un contesto di prosecuzione del ciclo economico.
- Rimangono sopra i minimi dei cicli precedenti gli *spread* dei Mercati Emergenti (in area 330 punti base, contro i minimi di 250 punti base in passato) in considerazione di un contesto macro più fragile per le economie Emergenti e di un contesto esterno poco favorevole, con il dollaro forte e i tassi USA ancora alti.

Titoli a *spread* a confronto (rendimenti a scadenza)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

Obbligazioni Euro Corporate (*spread* vs govt)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

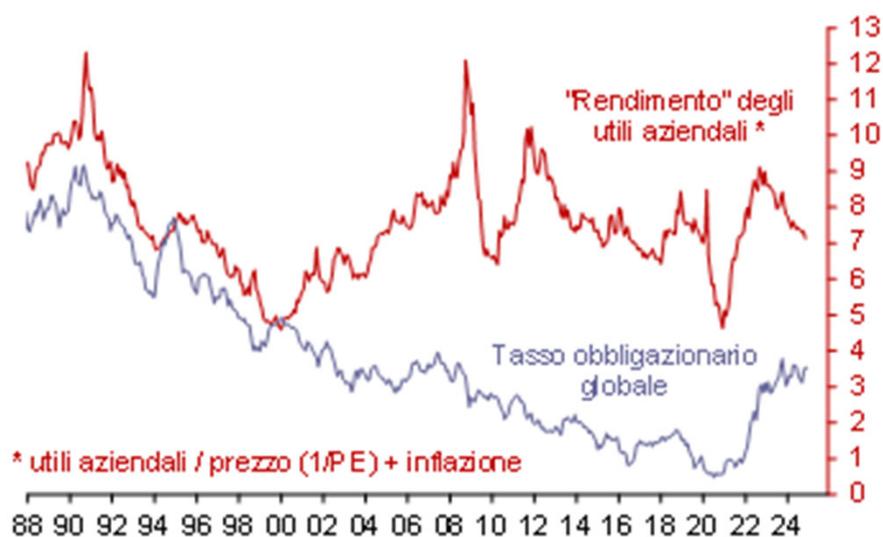
Scenario 2025 (segue)

- Per quanto riguarda i mercati azionari, il proseguimento del ciclo economico e di crescita degli utili può sostenere il movimento al rialzo, pur in presenza di valutazioni che, soprattutto in USA, appaiono tirate. Le stime di consenso relative alla crescita degli utili ipotizzano +14% in USA (indice S&P 500) e +8% in Eurozona (indice Eurostoxx).

- Gli elementi di rischio per i mercati azionari sono legati a valutazioni che in parte già scontano gli utili futuri e sono, quindi, esposte a potenziale volatilità. Questa potrebbe essere innescata, ad esempio, da tensioni sul mercato obbligazionario (eccessi di stimolo fiscale) o da tensioni di politica commerciale (anche se appare probabile che, soprattutto contro l'Europa, Trump userà la minaccia di dazi per ottenere accordi di mutuo scambio, evitando misure dirimpenti).

- Anche per le Borse il tema divergenza / convergenza sarà centrale. È noto come il rialzo dei mercati azionari sia guidato dalla tecnologia. Va notato però che nel 2024 lo scarto tra la tecnologia e altri settori, quali i finanziari e i consumi discrezionali, è stato modesto e decisamente inferiore al 2023, segno di un mercato che si sta allargando.

Tasso obbligazionario vs «rendimento» utili aziendali* (JPM Global Bond vs MSCI World)



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

Crescita % annua utili S&P 500 ed Eurostoxx



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

Scenario 2025 (segue)

- Relativamente ai mercati valutari, il piano di stimolo fiscale e difesa tariffaria dell'amministrazione Trump potrebbe continuare a sostenere il dollaro nell'immediato.
- Più avanti però, una volta definite le misure che molto probabilmente non dovrebbero essere particolarmente dirompenti, l'interesse per le valute diverse dal dollaro, euro incluso, dovrebbe tornare.
- Per ragioni diverse si considera interessante lo yen, che risulta sottovalutato e che nel 2025 potrebbe essere sostenuto da una politica monetaria giapponese leggermente restrittiva, in un momento nel quale Fed e BCE invece tagliano i tassi.

Cambio euro - dollaro



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati LSEG Workspace

DOCUMENTO AD USO ESCLUSIVO DEI COLLOCATORI E DEI CLIENTI PROFESSIONALI E/O QUALIFICATI. È VIETATA LA DIFFUSIONE AL PUBBLICO. La presente pubblicazione non è destinata alla diffusione al pubblico, ma è diretta a fini informativi ai collocatori e ai clienti professionali e/o qualificati della società di gestione Eurizon Capital SGR, la quale non si assume alcuna responsabilità per l'uso personale o professionale delle informazioni in essa contenute. L'intero documento, le singole parti, le informazioni e i dati in esso riportati non costituiscono una sollecitazione o un suggerimento ad effettuare operazioni in strumenti finanziari o alla sottoscrizione di fondi e non possono essere oggetto di consegna o comunicazione agli investitori, per i quali sono disponibili a fini informativi il rendiconto annuale e la relazione semestrale dei fondi, nonché specifiche pubblicazioni. L'unico strumento diretto all'offerta di fondi è il KID (Informazioni Chiave) che deve essere consegnato agli investitori prima dell'adesione. Si ricorda che la diffusione di notizie, dati e performance relativi ai fondi è soggetta a specifiche disposizioni normative. Il contenuto del documento riporta dati puntuali ed elaborazioni effettuate alla data di emissione dello stesso.

Ulteriori informazioni sull'andamento dei mercati finanziari sono disponibili in formato video nel sito www.eurizoncapital.com

Eurizon Capital SGR S.p.A.

Sede Legale: Via Melchiorre Gioia, 22 - 20124 Milano - Italia

Capitale sociale euro 99.000.000,00 i. v. - Codice Fiscale e Iscrizione Registro Imprese di Milano n. 04550250015 - Società partecipante al Gruppo IVA "Intesa Sanpaolo", Partita IVA 11991500015 (IT11991500015) - Iscritta all'Albo delle SGR, al n. 3 nella Sezione Gestori di OICVM e al n. 2 nella Sezione Gestori di FIA - Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. ed appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari. Socio Unico: Intesa Sanpaolo S.p.A. - Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia



EURIZON
ASSET MANAGEMENT