

*Anima*Research

OUTLOOK 2025

Sereno, variabile

ANIMA



Sereno, variabile

Overview

Nel corso del 2024, il flusso di dati macro ha ulteriormente confermato il nostro consolidato ottimismo sulla ripresa post-pandemica. Gli Stati Uniti continuano a guidare la crescita tra le economie avanzate, mentre a livello globale il mercato del lavoro sta ritrovando il suo equilibrio: sia il tasso di disoccupazione che gli indicatori sul fronte dell'offerta, come le aperture di nuove posizioni e i posti vacanti, sono ormai tornati ai livelli pre-COVID. L'inflazione prosegue lungo il sentiero di decelerazione e avvicinamento ai target dalle Banche centrali, molte delle quali hanno avviato un processo di graduale normalizzazione dei tassi di interesse.

Nel nostro orizzonte di previsione (2025), le politiche proposte dal neo eletto Presidente Trump non dovrebbero esercitare un impatto rilevante sullo scenario centrale, almeno per la prima parte dell'anno: il possibile avvio di una guerra tariffaria globale avrebbe ripercussioni in tempi successivi e costituirà un rischio a partire dalla fine del 2025. Ci aspettiamo che la crescita globale mantenga un ritmo simile a quello del 2024 e si attesti in media al 2,6%, leggermente al di sopra delle aspettative di consenso. Siamo più ottimisti della media degli analisti sulla crescita degli Stati Uniti (2,3% nel 2025, a fronte di una stima di consenso dell'1,9%) e più cauti sull'Area Euro (1,0%, rispetto all'1,2% del consenso), mentre prevediamo per le altre principali economie tassi di espansione su livelli intermedi. In Cina, le prospettive di crescita dipenderanno in larga parte dall'entità del sostegno offerto dalle Autorità e dalle scelte dell'Amministrazione Trump in tema di politica commerciale.

In questo contesto, non pensiamo che l'esito delle elezioni statunitensi possa interrompere il processo di normalizzazione delle politiche economiche attualmente in corso, e ci aspettiamo che la maggior parte delle principali Banche centrali continui ad allentare significativamente la stretta monetaria.

La Federal Reserve, in particolare, è impegnata in un ciclo di tagli disinflativo e prevediamo un allentamento di complessivi 125 punti base entro la fine del 2025. Tuttavia, sebbene la direzione sia chiara, il ritmo è soggetto a margini di incertezza: le continue sorprese al rialzo nei dati sulla crescita reale potrebbero alimentare timori di un rallentamento del processo di disinflazione, e non si può escludere una pausa a dicembre.

Sull'altra sponda dell'Atlantico, la Banca Centrale Europea dovrebbe tagliare i tassi di 25 punti base ad ogni riunione fino a giugno 2025, portando il tasso sui depositi al 2%; il rischio è che nel secondo semestre si scenda sotto il livello di neutralità, se la crescita dovesse indebolirsi più del previsto e/o l'inflazione core calare più rapidamente.



Fabio Fois
Head of Investment
Research & Advisory
fabio.fois@animasgr.it

In Cina, la Banca Popolare Cinese continuerà ad allentare la politica monetaria di pari passo con il potenziamento degli stimoli fiscali, per massimizzare il sostegno all'economia. Ci aspettiamo un taglio di 50 punti base del coefficiente di riserva obbligatoria (RRR) e una riduzione di 20 punti base del tasso reverse repo entro fine anno, seguiti nel corso del 2025 da altri 50 punti base di tagli del RRR e 40 punti base di tagli dei tassi di riferimento per i prestiti.

FOREWORD – ASSET ALLOCATION

MERCATI OBBLIGAZIONARI – Dopo un anno di performance ancora deludenti, siamo moderatamente più costruttivi sui mercati obbligazionari nel 2025 e ci aspettiamo ritorni migliori che nel 2024. Negli Stati Uniti, in particolare, i rendimenti storicamente elevati rappresenteranno la maggior fonte di reddito, mentre lo spazio per una discesa significativa dei tassi è limitato. In Area Euro, una ripresa moderata e una crescita che resterà sotto potenziale potrebbero favorire un calo dei rendimenti dai livelli correnti, in particolare nella prima parte dell'anno. Ci aspettiamo una performance positiva dei BTP, almeno nel primo semestre: una Banca Centrale Europea più accomodante potrebbe essere un fattore di supporto, e non prevediamo un aumento dei rischi idiosincratici che possa alimentare un allargamento significativo dello spread.

MERCATI AZIONARI – Le prospettive per i mercati azionari globali nel 2025 restano positive, grazie innanzitutto al traino di una crescita economica resiliente. La solidità dell'economia statunitense, sostenuta da consumi robusti, dovrebbe garantire una crescita degli utili aziendali superiore al 10%, con un impatto favorevole sulle valutazioni. Sebbene i livelli valutativi di partenza siano superiori alla media storica, infatti, le aspettative di crescita e l'adozione di politiche monetarie più espansive da parte delle Banche Centrali alimenteranno ulteriore ottimismo. In questo contesto, suggeriamo un'allocazione orientata verso i settori *Quality* e *Growth*, con una preferenza geografica per gli Stati Uniti, grazie alla maggior solidità macro.

MERCATI VALUTARI – Nel 2025 il contesto macroeconomico globale di lieve rallentamento della crescita dovrebbe continuare a supportare il dollaro contro tutte le altre valute, e l'euro in particolare. Pensiamo infatti che il ritorno di Donald Trump alla Casa Bianca, con l'introduzione di dazi doganali prima contro la Cina e poi verso il resto del mondo, avrà come conseguenza principale un rafforzamento del dollaro rispetto alle principali divise. Inoltre, la nuova presidenza americana potrebbe al margine aumentare i rischi di un rallentamento del processo disinflativo verso la fine del 2025, spingendo la Fed ad adottare un approccio più cauto in tema di taglio dei tassi.

COSA POTREBBE CAMBIARE PER IL NOSTRO SCENARIO?

La nostra *view costruttiva* sul quadro macro e le principali *asset class* potrebbe essere minata da una serie di fattori, sia di natura regolamentare che geopolitici.

Per quanto riguarda i rischi regolamentari, la vittoria di Donald Trump e l'elezione di un Congresso a maggioranza repubblicana ha aumentato l'incertezza sulla configurazione delle **politiche commerciali globali**. Durante la sua sanguigna campagna elettorale, il candidato repubblicano ha ventilato l'ipotesi di una tariffa universale del 10% su tutti i beni importati negli Stati Uniti, e del 60% su quelli provenienti dalla Cina. Se queste proposte fossero implementate, i volumi di interscambio si ridurrebbero, con possibili ripercussioni negative per la profittabilità di molte aziende e per l'inflazione. Queste conseguenze potrebbero venire esacerbate in caso di ritorsioni.

Un altro rischio legato alle decisioni della futura Presidenza americana è l'implementazione di **misure più stringenti per il controllo e la limitazione dell'immigrazione verso gli Stati Uniti**, che deprimerebbero l'offerta di forza lavoro, con potenziali riverberi inflazionistici attraverso il canale salariale.

Da monitorare anche le scelte **sulla regolamentazione delle Big Tech americane e della Green Economy**, viste le passate dichiarazioni di Trump, assai poco concilianti, sulle società del settore Media & Entertainment (alcune delle quali già al centro della cronaca finanziaria) e dell'energia alternativa. Il *tycoon* si è sempre schierato a favore delle fonti di energia tradizionali e ha scelto Chris Wright, dirigente di una società legata ai combustibili fossili, per guidare il ministero dell'Energia; si parla anche di un nuovo ritiro degli USA dall'Accordo di Parigi sul clima, e del riavvio delle trivellazioni nell'Artico. Oltre agli impatti ambientali, non si possono trascurare le ripercussioni di natura prettamente economica: **Trump potrebbe abolire o depotenziare l'*Inflation Reduction Act (IRA)*** approvato da Biden nell'agosto del 2022, che stanziava \$433 miliardi, di cui 369 destinati alla produzione di energia nazionale e allo sviluppo delle rinnovabili.

Tra i rischi geopolitici sono sicuramente da annoverare **un'escalation dei conflitti in Ucraina e Medio Oriente**, nonché una recrudescenza delle **tensioni fra Cina e Taiwan**. Quest'ultima ipotesi, oltre ad aumentare la volatilità sui mercati, impatterebbe negativamente sulla produzione di semiconduttori, con conseguenze deleterie per una moltitudine di industrie: dall'elettronica di consumo all'auto, dall'aviazione alle attrezzature sanitarie, e ovviamente l'Intelligenza Artificiale (oltre il 60% della produzione mondiale di chip è concentrata a Taiwan, e la percentuale sale al 90% per i modelli più avanzati).

Altri rischi sono riconducibili alla **capacità delle aziende di innovarsi e continuare a sorprendere al rialzo** le aspettative degli investitori. Il pericolo maggiore arriva dal mondo dell'**Artificial Intelligence (AI)**, un settore che ha trainato la corsa dei listini azionari americani e globali grazie alle stime ottimistiche sulla crescita degli utili: se queste previsioni dovessero essere disattese, si potrebbe registrare una correzione importante. Un altro rischio

prettamente di mercato è quello della **liquidità**, soprattutto nel mondo dei bond societari ad alto rendimento (*high yield*): gli *spread* sono vicini ai minimi storici e potrebbero allargarsi repentinamente in caso di drenaggio della liquidità, con impatti negativi anche per l'*asset class* azionaria.

*Anima*Research

Macro Outlook

CRESCITA

TABELLA 1 - BASELINE CRESCITA REALE

Scenario base – Crescita in USA, Area Euro e Cina

	USA	EA	Cina
	T/T %, ann	T/T %	a/a %
2023	2,9	0,5	5,2
T1 24	1,6	0,3	5,3
T2 24	3	0,2	4,7
T3 24	2,8	0,4	4,6
T4 24	2,6	0,2	4,4
2024	2,8	0,8	4,7
T1 25	2,4	0,2	5
T2 25	1,9	0,2	4,5
T3 25	1,8	0,2	4,3
T4 25	1,7	0,2	4,1
2025	2,3	1,0	4,6

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

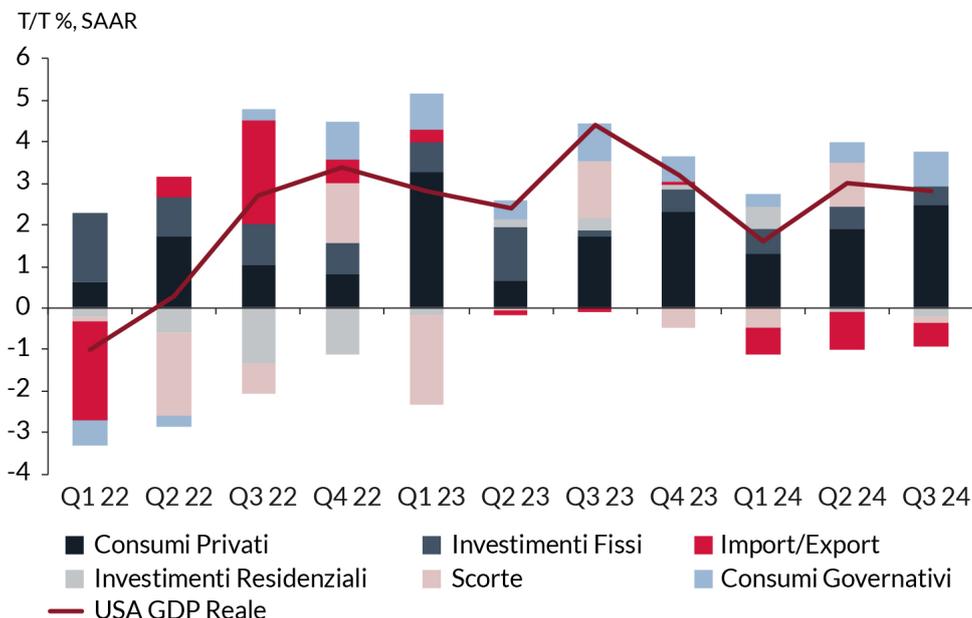
Stati Uniti – Verso un atterraggio più morbido

Confermiamo la nostra view: l'economia statunitense, trainata dalla spesa al consumo, resta proiettata verso un soft landing ancora più soft. Le politiche proposte dal neoeletto Presidente Trump non dovrebbero esercitare un impatto rilevante sul nostro scenario centrale nell'orizzonte di previsione (2025): ci attendiamo un tasso di crescita del 2,3% nel 2025, un dato superiore alla stima di consenso.

I consumi privati non mollano il colpo. La crescita è risultata decisamente solida nel terzo trimestre del 2024 (2,8%), solo leggermente in calo rispetto al trimestre precedente (3,0%). La ripartizione delle spese mostra, in linea generale, una tenuta nei fattori trainanti, mentre le famiglie hanno rappresentato il pilastro della crescita, con una ripresa della spesa per i beni e consumi stabili sul fronte dei servizi (**Grafico 1**).

GRAFICO 1

La crescita del PIL reale si è dimostrata più che resiliente



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

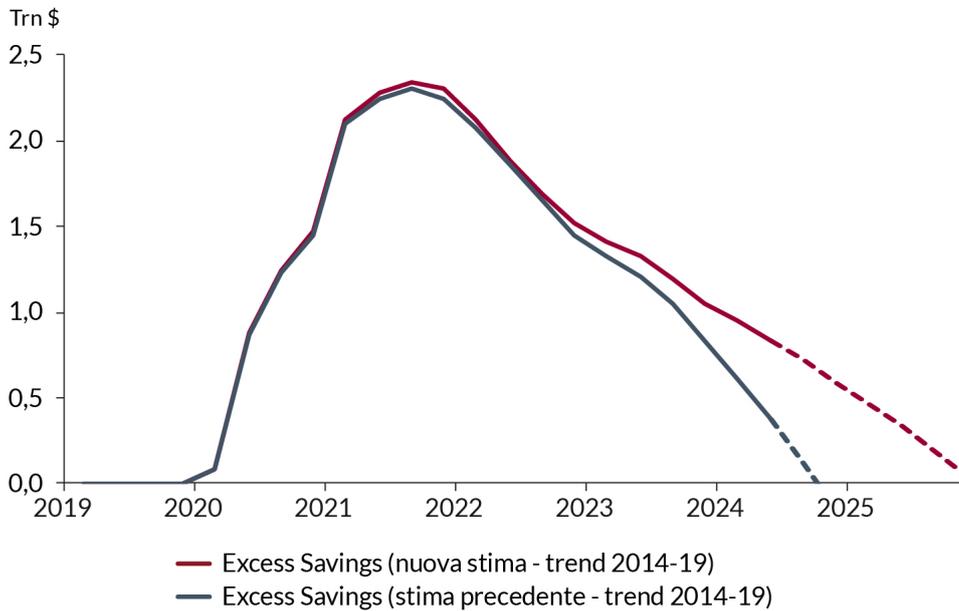
I consumatori stanno meglio del previsto. In base all'ultima revisione dei dati di contabilità nazionale del Bureau of Economic Analysis (BEA), l'economia statunitense è cresciuta più rapidamente e ha generato più reddito di quanto segnalato in precedenza. Applicando la nostra metodologia di stima alla traiettoria rettificata dei risparmi delle famiglie fino al secondo trimestre, riteniamo che i risparmi in eccesso accumulati dall'inizio della pandemia da COVID abbiano sfiorato gli \$840 miliardi nel secondo trimestre del 2024 (**Grafico 2**). Tale livello consentirebbe un utilizzo di \$100 miliardi per trimestre fino all'ultimo trimestre del 2025 - un anno più tardi di quanto ipotizzato in precedenza.

In questo contesto, abbiamo rivisto al rialzo l'outlook sulla crescita a medio termine dell'economia statunitense. Da un lato, i dati più recenti rafforzano la nostra convinzione che gli Stati Uniti eviteranno una recessione anche il prossimo anno. Dall'altro lato, il *soft landing* potrebbe essere più *soft* di quanto avessimo previsto: con un tasso di risparmio più elevato e un reddito disponibile reale più cospicuo (**Grafico 3**), lo slancio dei consumi potrebbe protrarsi più a lungo.

Negli Stati Uniti, la solidità del flusso di dati macro e le revisioni dell'Ufficio di Statistica lasciano presagire un deterioramento più lento e modesto dei trend di consumo

GRAFICO 2

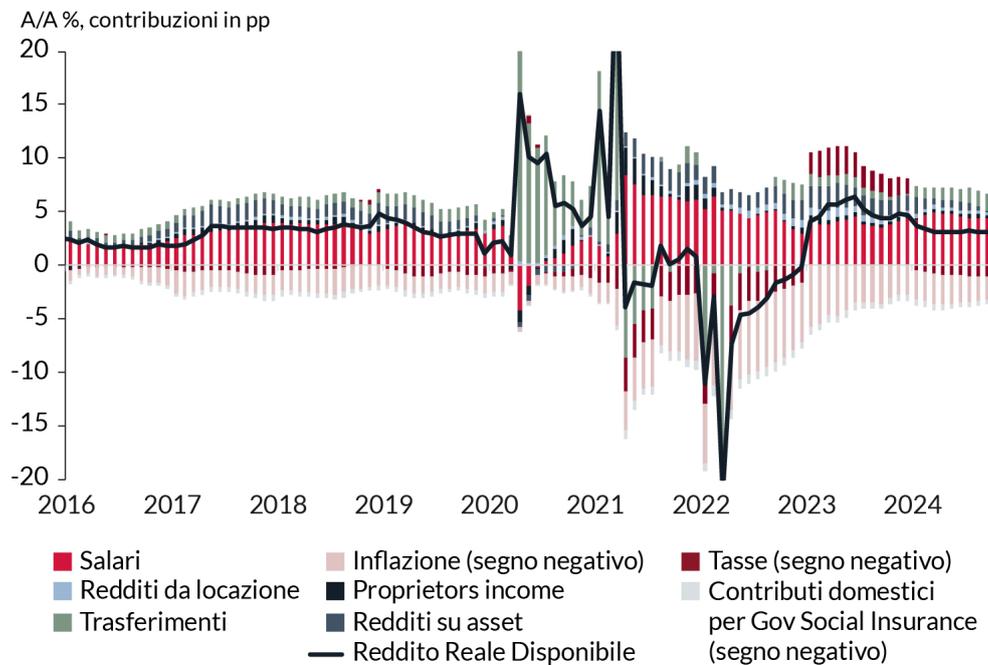
I consumatori hanno ancora un ampio stock di risparmio in eccesso



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

GRAFICO 3

Il reddito reale disponibile offre ancora un po' di supporto



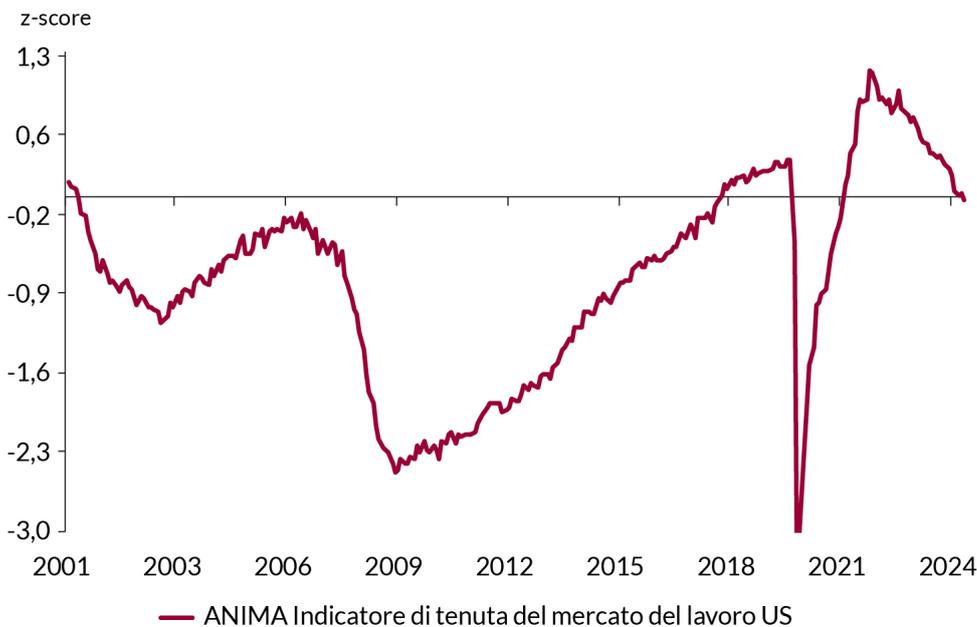
Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Ci aspettiamo che il PIL statunitense si espanda a un ritmo del 2,3% il prossimo anno, di gran lunga sopra la stima di consenso (1,9%). Complice la solidità dei bilanci dei consumatori evidenziata dagli ultimi dati del BEA, la dinamica della spesa delle famiglie si raffredderà molto più gradualmente di quanto pensassimo in precedenza. Su base trimestrale, la revisione delle nostre proiezioni indica che l'economia USA potrebbe scivolare sotto potenziale nel terzo trimestre del 2025, ma non escludiamo un rallentamento più tardivo. Le nostre stime sulla crescita restano coerenti con una prospettiva di continuo allentamento delle pressioni inflazionistiche sottostanti. Anche se il livello di risparmi in eccesso è vicino a quello osservato alla fine del terzo trimestre 2023, infatti, siamo dell'avviso che la situazione attuale del mercato del lavoro sia meno rassicurante per le famiglie rispetto al passato (**Grafico 4**).

Ci attendiamo una perdita di slancio limitata nel 2025: la nostra stima di crescita è superiore a quella del consenso

GRAFICO 4

Il mercato del lavoro si sta gradualmente ribilanciando



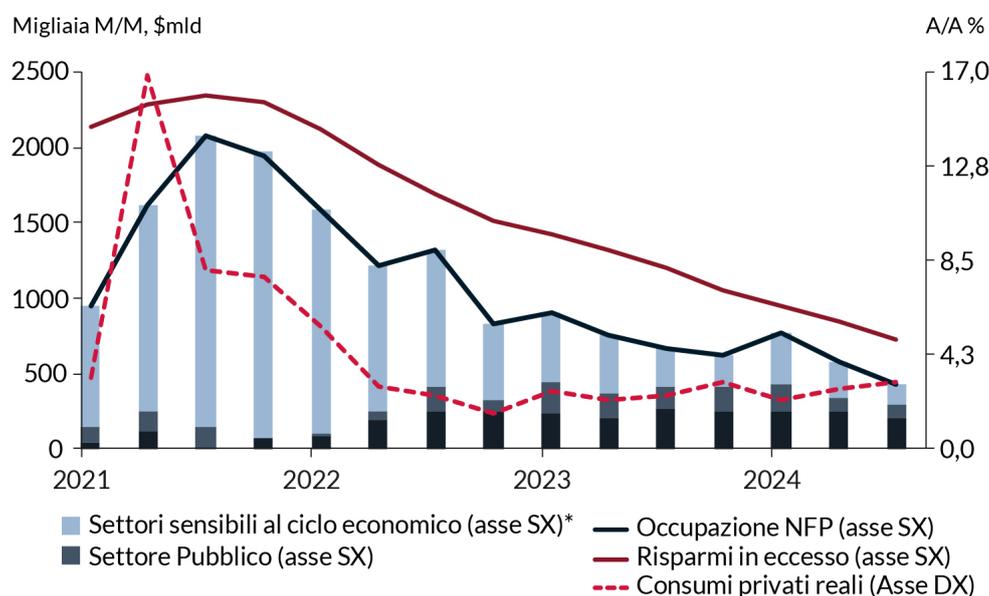
Media dei livelli di z-score per il Quits Rate, il tasso di disoccupazione, il rapporto openings/unemployment, il rapporto prime-age employment/population. Sono indicate le differenze rispetto ai livelli pre COVID.

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Rischio di riaccelerazione? Improbabile. Nonostante i bilanci delle famiglie siano più solidi, non ci aspettiamo che l'economia americana riacquisti slancio. Infatti, anche se i risparmi in eccesso sembrano essere più consistenti del previsto e saranno probabilmente esauriti più lentamente, il supporto del mercato del lavoro si è ridimensionato. Con il rallentamento delle assunzioni e la domanda di manodopera in fase di ribilanciamento, è probabile che nel prossimo futuro i consumatori attingeranno ai risparmi accumulati meno che nel recente passato (**Grafico 5**).

GRAFICO 5

Con un mercato del lavoro in rallentamento è difficile vedere una riaccelerazione della spesa privata



*Nota: I settori sensibili al ciclo includono: leisure/hospitality, prof/business, manufacturing, financial activities, retail trade, transportation e construction.

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Lo scenario base di ANIMA. Alla luce di questo contesto macroeconomico e considerando che il mix di politiche proposto dal Presidente Trump difficilmente stimolerà la crescita in misura consistente nell'orizzonte previsionale, il nostro scenario centrale resta sostanzialmente invariato. Ci aspettiamo una crescita al 2,6% su base trimestrale per il quarto trimestre 2024 (dal precedente 2,5%), coerente con un tasso di crescita annuo del 2,8% (dal precedente 2,7%). Per il 2025, continuiamo a prevedere una crescita al 2,3%. Su base sequenziale, ci aspettiamo tassi di espansione del 2,4% nel primo trimestre 2025 (dal precedente 2,3%) e dell'1,9%, 1,8% e 1,7% nei tre trimestri successivi (dai precedenti 1,8%, 1,7% e 1,6%).

Area Euro – La strada è accidentata

In Area Euro, il flusso di dati più recente segnala che le prospettive di crescita a breve termine sono ulteriormente peggiorate. Ci aspettiamo una crescita inferiore al potenziale nel quarto trimestre 2024, prossima allo 0,2% su base trimestrale (0,7% in termini di media annua nel 2024). Per il 2025 continuiamo a prevedere una ripresa, ma meno dinamica di quanto ipotizzassimo in passato: a nostro avviso, la crescita rimarrà leggermente sotto potenziale, in area 0,9% (dall'1,3% stimato in precedenza).

Meno sostanza sotto la superficie. I dati preliminari sulla crescita del PIL dell'Area Euro sono stati marginalmente migliori del previsto nel terzo trimestre del 2024, segnando un'accelerazione dello 0,4% su base trimestrale rispetto allo 0,2% del secondo trimestre.

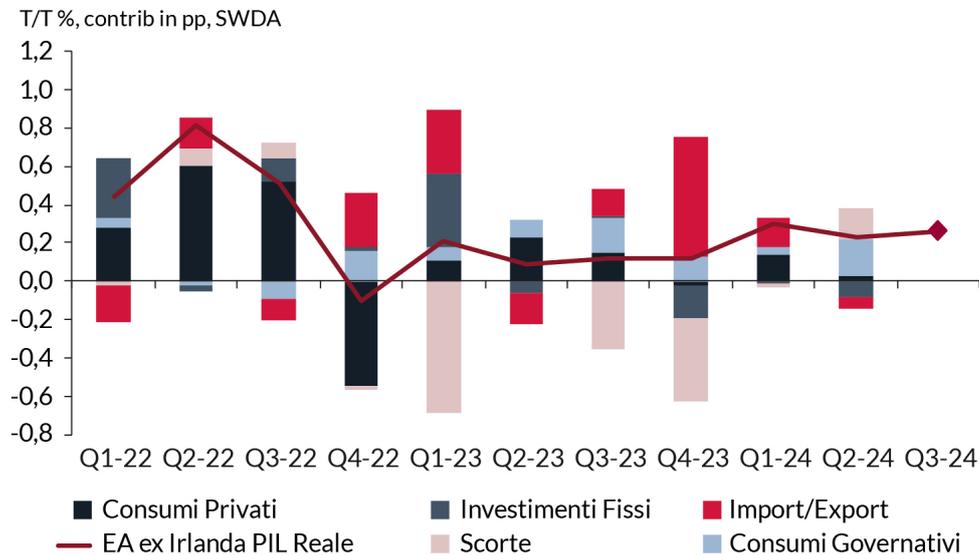
Tuttavia, le indicazioni preliminari suggeriscono che i numeri siano stati distorti al rialzo da fattori idiosincratici ed eventi *una tantum*.

1. Innanzitutto, escludendo i dati notoriamente volatili dell'Irlanda, la crescita del PIL è stata pari allo 0,3% su base trimestrale e ha registrato dunque solo una modesta accelerazione rispetto al trimestre precedente (**Grafico 6**).

*La crescita del PIL in Area Euro è stata più robusta del previsto nel terzo trimestre, ma grazie al contributo di fattori idiosincratici ed eventi *una tantum**

GRAFICO 6

Crescita Reale del PIL: sotto pressione



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

2. In secondo luogo, la ripresa della domanda interna è stata, probabilmente, trainata dalla Spagna – dove la spesa pubblica ha evidenziato uno dei rialzi sequenziali più importanti dal 2004 – e dalla Francia – dove i Giochi Olimpici hanno incentivato i consumi delle famiglie.
3. Da ultimo, la decelerazione degli investimenti fissi e degli scambi commerciali netti è stata significativa e diffusa a vari Paesi.

Poiché nessuna di queste forze evidenzia un *momentum* stabile, ci aspettiamo che la crescita in Area Euro torni ad assestarsi su un tasso leggermente inferiore al potenziale (0,2%) a partire dal quarto trimestre del 2024, per poi mantenere lo stesso ritmo durante l'intero 2025.

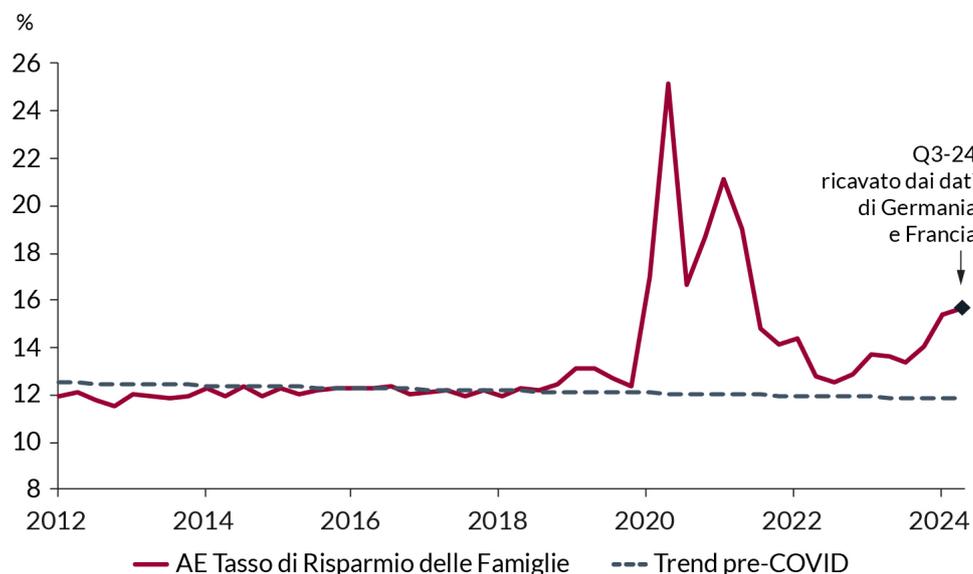
Un ritmo più lento. Confermiamo le attese di un'accelerazione dell'attività economica nel 2025, seppur più blanda rispetto allo scenario precedente: a nostro avviso, infatti, la crescita rimarrà leggermente sotto potenziale all'1,0%. Su base sequenziale, il PIL si espanderà a un tasso pari a 0,2% dal primo al terzo trimestre 2025 e a 0,3% nel quarto. Questa previsione è inferiore alle stime di consenso e alle proiezioni dello staff della Banca Centrale Europea pubblicate a settembre (entrambe all'1,3% per il 2025).

I consumatori europei continuano ad agire con prudenza. Il tasso di risparmio delle famiglie è salito nuovamente nel terzo trimestre, rimanendo ben superiore ai livelli pre-COVID (**Grafico 7**).

Ci attendiamo che la ripresa resti anemica e sotto potenziale anche nel 2025

GRAFICO 7

Continua a prevalere la cautela dei consumatori

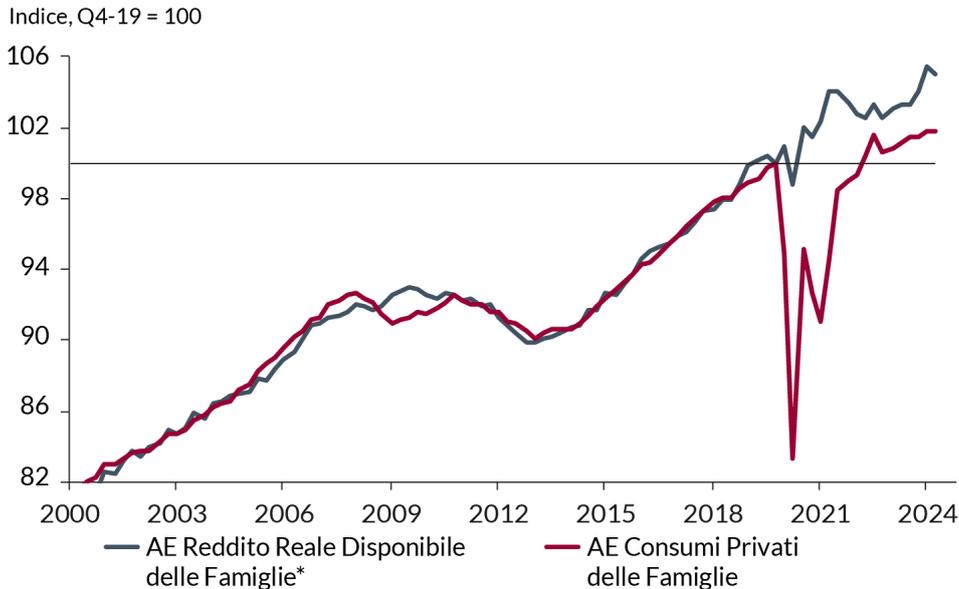


Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Di conseguenza i consumi non si sono rafforzati, nonostante l'aumento del reddito disponibile in termini reali (**Grafici 8 e 9**).

GRAFICO 8

Il gap tra redditi reali e consumi rimane ampio

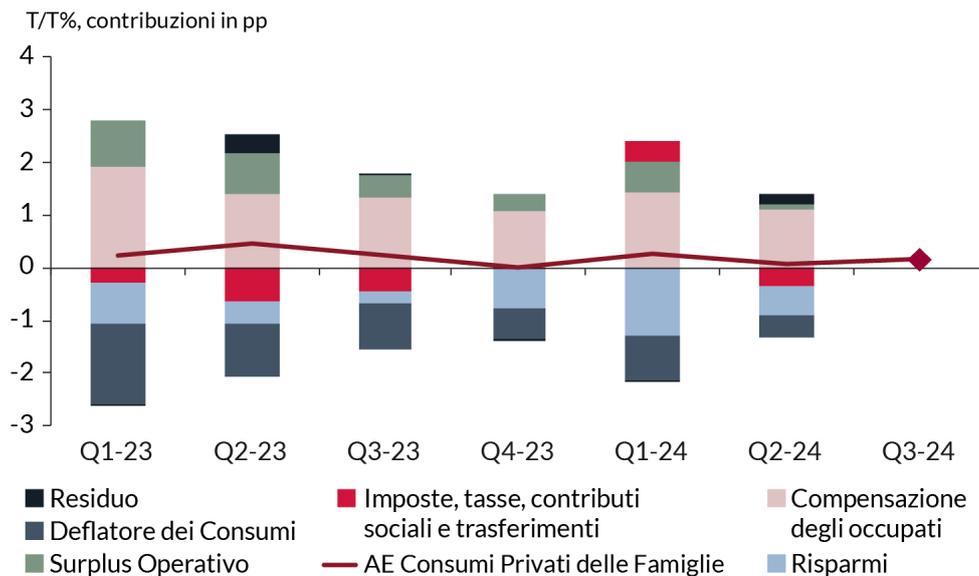


*Utilizziamo il deflatore del PIL per i consumi privati

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

GRAFICO 9

I consumi privati continuano a rimanere frenati



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

A nostro avviso, la crescita dei consumi privati rimarrà moderata. Questo perché il reddito disponibile reale ha probabilmente raggiunto il picco, dal momento che il mercato del lavoro mostra qualche segnale di deterioramento e il tasso di risparmio – seppur senza cospicui margini di ulteriore risalita – potrebbe normalizzarsi sui livelli pre-COVID più lentamente del previsto.

La crescita del reddito reale è giunta al capolinea. Il reddito disponibile lordo reale nel secondo semestre 2024 è cresciuto di oltre 1,2 punti percentuali rispetto al trend pre-COVID. Esso ha però raggiunto il picco, e nel 2025 ci aspettiamo una decelerazione verso il trend di lungo periodo, per diverse ragioni:

1. Circa l'80% del reddito disponibile lordo reale è stato generato dalla componente della retribuzione per dipendente (cioè i salari) – **(Grafico 10)**. Poiché d'ora in avanti ci aspettiamo una decelerazione della crescita dei salari, ormai riallineatasi all'inflazione (**Grafico 11**), il supporto offerto da questo fattore dovrebbe venire meno.
2. La crescita dell'occupazione è tornata a livelli normali e gli indicatori anticipatori lasciano presagire una stabilizzazione, se non una leggera flessione.

GRAFICO 10

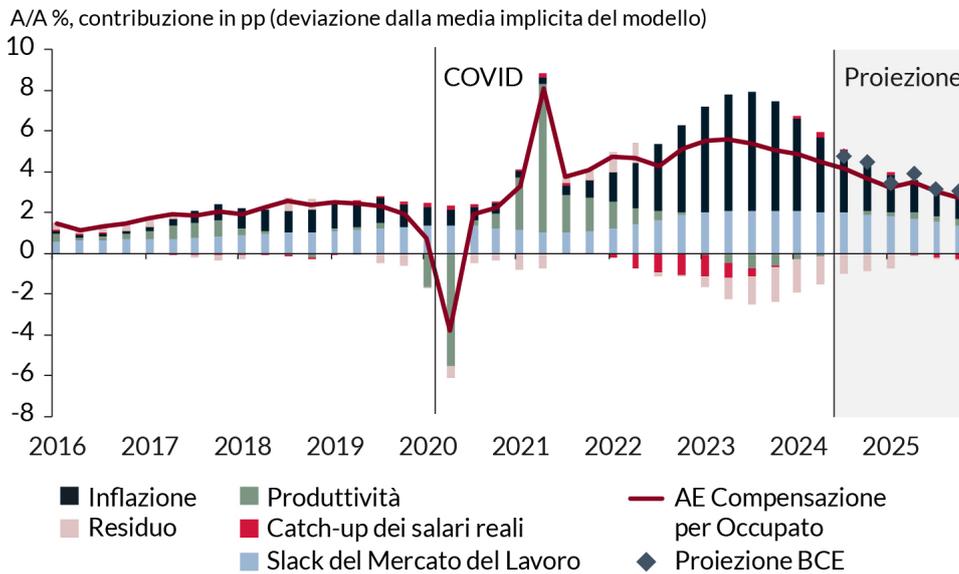
La crescita del reddito reale disponibile ha probabilmente toccato il suo picco...



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

GRAFICO 11

...in prevalenza guidata da una decelerazione nella crescita dei salari



Modello basato su una curva di Phillips aumentata che mette in relazione la crescita sequenziale della retribuzione per occupato con misure di allentamento del mercato del lavoro, effetto catch-up dell'inflazione e altri fattori (tra cui la crescita ritardata dei salari, la produttività tendenziale del lavoro per persona occupata). Il recupero dei salari reali (gap rispetto al trend) misura il livello salariale giustificato dalla produttività del lavoro.

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

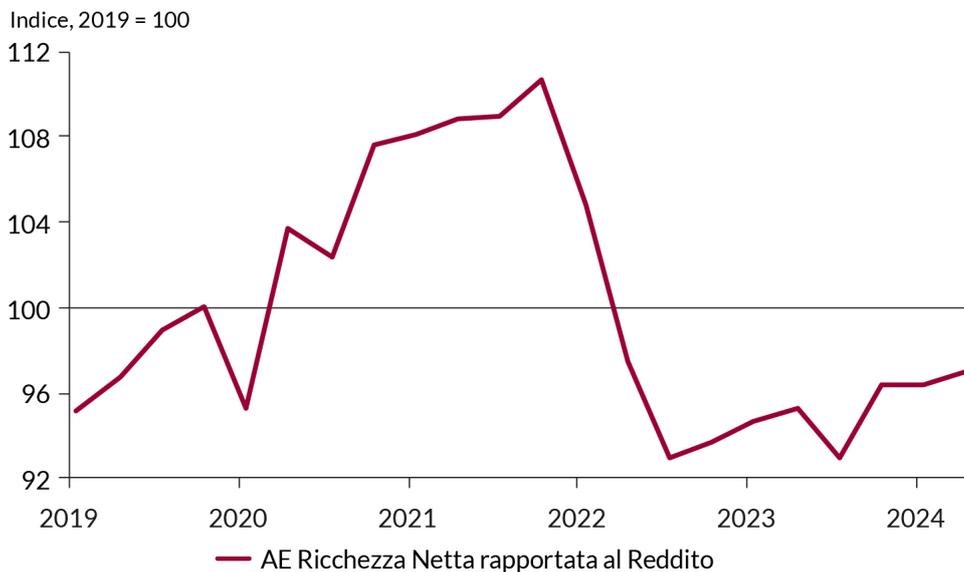
Con queste premesse, riteniamo che il reddito disponibile reale sia destinato a normalizzarsi nel 2025.

Una più lenta normalizzazione del tasso di risparmio. Il recente aumento del tasso di risparmio, nonostante la robusta accelerazione del reddito disponibile lordo reale, ha impedito la ripresa dei consumi privati.

A nostro avviso, questo aumento è attribuibile soprattutto ai tassi d'interesse più elevati rispetto al periodo pre-COVID, che hanno influenzato la propensione al risparmio, e all'esigenza delle famiglie di ricostituire la ricchezza netta, ad oggi ancora su livelli inferiori rispetto al 2019 (**Grafico 12**).

GRAFICO 12

Le famiglie devono ancora ricostruire la loro ricchezza netta



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

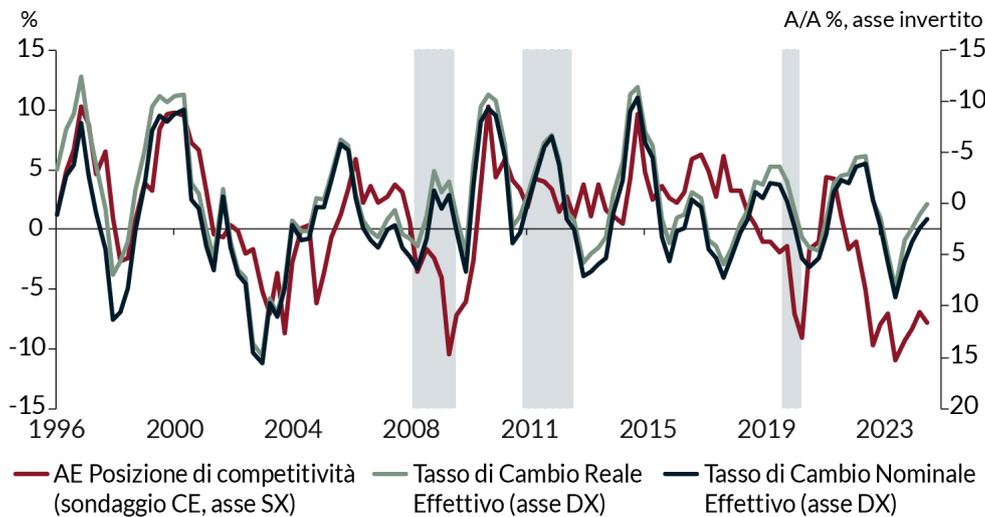
In questo contesto abbiamo rivisto al ribasso la crescita dei consumi privati rispetto allo scenario precedente, in media di 0,1 punti percentuali nel 2024 e nel 2025.

Carenza di investimenti fissi. Il settore manifatturiero rimane debole. La depressione è attribuibile sia a fattori idiosincratici, come la crisi energetica in Germania, sia a fattori esterni, tra cui una domanda globale anemica.

Le prospettive non sono rosee. Sebbene riteniamo che gli investimenti fissi beneficino dell'allentamento delle condizioni finanziarie, un ritorno verso una traiettoria di crescita sostenuta appare improbabile, per diverse ragioni: anche con un costo del capitale inferiore, *spread* creditizi compressi e quotazioni azionarie in crescita, la propensione a investire è bassa e il tasso di creazione di nuove attività rimane piatto; le prospettive sul fronte della competitività rimangono mediocri (**Grafico 13**); l'incertezza politica globale è elevata; il nostro indicatore sulle vulnerabilità aziendali mostra un indebolimento dei fondamentali, a cui contribuiscono la compressione dei margini di profitto, lo scarso ricorso al credito e un costo del finanziamento del debito persistentemente elevato (**Grafico 14**).

GRAFICO 13

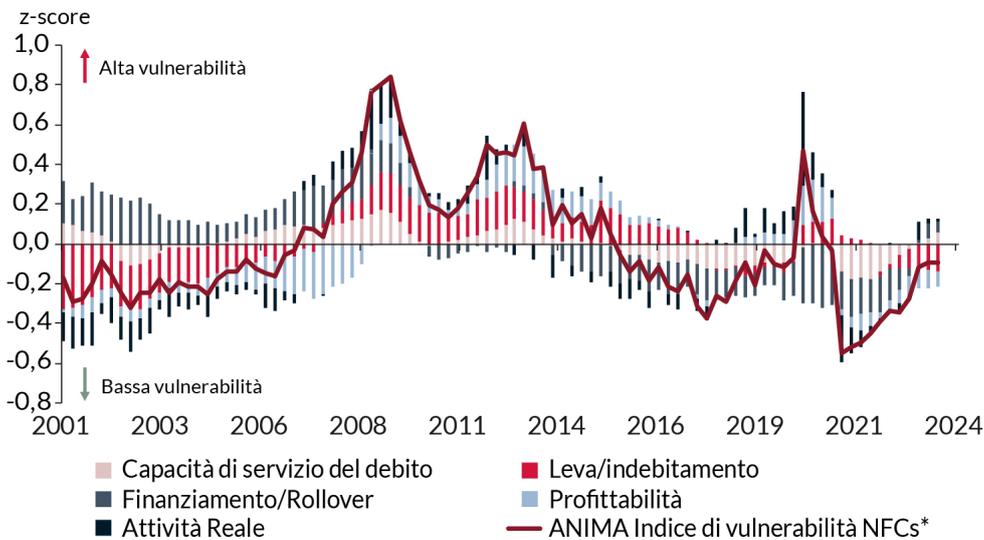
Le prospettive di competitività sono scarse



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

GRAFICO 14

I bilanci aziendali iniziano a scricchiolare



*NFCs = non-financial corporations (società non finanziarie).

Note: La misura composta si basa su un'ampia serie di indicatori che si articolano su cinque dimensioni: capacità di servizio del debito (misurata dall'interest coverage ratio, dai corporate savings e dalla generazione di reddito), leva finanziaria/indebitamento (rapporto debito/patrimonio netto, debito netto/EBIT e gross debt-to-income ratio), finanziamento/rollover ((rapporto debito a breve termine/debito a lungo termine), quick ratio (definito come current financial assets/current liabilities), costo complessivo del finanziamento del debito e impulso creditizio (definito come la variazione del nuovo credito emesso in percentuale del PIL)), redditività (return on assets, margine di profitto e market-to-book value ratio) e attività (crescita delle vendite, rapporto tra creditori commerciali e variazione del turnover dei crediti). Ad eccezione del costo complessivo del finanziamento del debito e del PIL, tutti gli indicatori si basano sui dati dei conti settoriali trimestrali della BCE. L'indicatore del costo complessivo del finanziamento del debito è calcolato come media ponderata dei costi dei prestiti bancari e del debito di mercato, in base ai rispettivi importi in essere. L'indicatore è costruito sulla base della metodologia della BCE presentata in "Assessing corporate vulnerabilities in the euro area" (link).

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Alla luce di questo scenario, abbiamo rivisto al ribasso anche la crescita degli investimenti fissi (in media) di 0,1 punti percentuali nel 2024 e nel 2025 rispetto allo scenario precedente.

Lo scenario base di ANIMA. Nel quarto trimestre 2024 la crescita sarà probabilmente inferiore al potenziale e si attesterà allo 0,2% su base trimestrale, coerente con un tasso di crescita annuo per il 2024 di 0,7%. Nel 2025, ci aspettiamo una crescita leggermente sotto potenziale, all'1,0% (dall'1,3% previsto in precedenza).

Cina - Tira e molla

Le prospettive di crescita per il 2025 sono strettamente collegate al supporto delle Autorità da un lato e alle politiche dell'Amministrazione Trump dall'altro. Nell'ultimo aggiornamento, abbiamo rivisto al ribasso la nostra proiezione dal 4,7% al 4,4%.

Il momentum economico rimane debole. Dopo il report sul PIL del terzo trimestre più debole del previsto, gli ostacoli che gravano sull'attività economica stanno aumentando: nonostante il continuo supporto delle esportazioni, la dinamica degli indicatori di fiducia tra ottobre e novembre ha mostrato uno stallo nella domanda interna.

Le prospettive di crescita per il 2025 sono strettamente collegate al supporto delle Autorità da un lato e alle politiche dell'Amministrazione Trump dall'altro. Riteniamo che le misure di sostegno al settore immobiliare non saranno annunciate prima di dicembre 2024, in occasione della Central Economic Work Conference (CEWC). Si tratta di un appuntamento molto importante, perché la situazione del comparto immobiliare non è migliorata negli ultimi mesi: i prezzi delle case rimangono in caduta libera, in un contesto di fiducia dei consumatori depressa e persistenza degli squilibri tra i livelli di domanda e offerta. Nello stesso tempo, ci aspettiamo che l'Amministrazione Trump sia molto rapida a introdurre i **dazi** bilaterali, che dovrebbero entrare in vigore entro il secondo trimestre del 2025.

Abbiamo dunque rivisto al ribasso la nostra previsione di crescita per il 2025 dal 4,7% al 4,4%. Considerando che il supporto all'immobiliare, pur se appropriato in linea di principio, potrebbe impiegare tempo a dare i suoi frutti, mentre l'export - unico vettore di crescita ancora solido - subirà l'effetto dei dazi, riteniamo che l'impatto netto complessivo sulla crescita cinese del prossimo anno sarà negativo.

Lo scenario base di ANIMA. In questo contesto, manteniamo l'aspettativa di una crescita del 4,8% nel 2024, mentre, alla luce della vittoria di Trump, abbiamo rivisto al ribasso lo scenario centrale sulla crescita del PIL nel 2025, dal 4,7% al 4,4% su base annua: il risultato delle Presidenziali USA ha infatti fortemente aumentato la probabilità di rischi esogeni a carico dell'economia cinese.

In Cina la congiuntura è molto debole; i trend del 2025 dipenderanno dall'interazione fra stimoli delle autorità domestiche e politica commerciale americana



Dazi - Barriere artificiali alla libera circolazione di beni o fattori fra Paesi. Spesso assumono la forma di imposte indirette applicate ai prodotti importati/esportati.

INFLAZIONE

TABELLA 2 - BASELINE INFLAZIONE

Scenario base – Inflazione in USA, Area Euro e Cina

	CPI Core USA	PCE Core USA	HICP Core AE	CPI Headline Cina
	A/A %	A/A %	A/A %	A/A %
2023	4,8	4,1	4,9	0,2
T1 24	3,8	2,9	3,1	0,0
T2 24	3,4	2,7	2,8	0,3
T3 24	3,2	2,6	2,8	0,6
T4 24	3,2	2,7	2,7	0,4
2024	3,4	2,7	2,8	0,4
T1 25	3,0	2,4	2,4	0,5
T2 25	2,8	2,3	2,3	0,5
T3 25	2,8	2,3	2,2	0,5
T4 25	2,6	2,2	2,2	1,3
2025	2,8	2,3	2,3	0,7

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

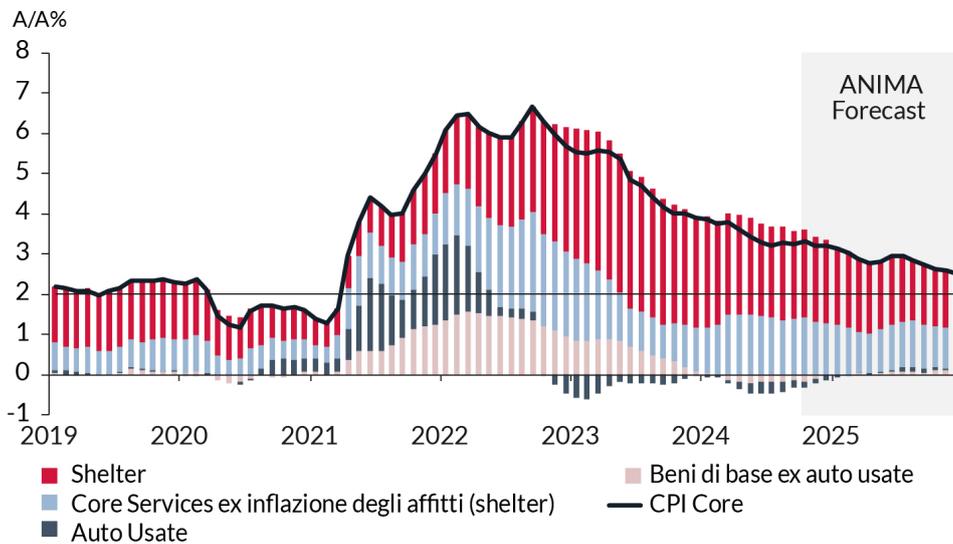
Stati Uniti – Trend disinflativo intatto

L'inflazione statunitense dovrebbe continuare ad avvicinarsi al target nell'orizzonte di previsione: la nostra stima sull'indice CPI core medio si attesta al 2,8% nel 2025, dal 3,4% del 2024 (**Grafico 15**). Riteniamo che con la presidenza Trump e un Congresso saldamente a maggioranza repubblicana possano presentarsi rischi al rialzo, in quanto le minacce associate a una guerra commerciale globale saranno maggiori, ma solo a partire dal 2026.

Negli Stati Uniti, il processo disinflazionistico dovrebbe consolidarsi nei prossimi trimestri, ma gli sviluppi politici introducono rischi al rialzo dal 2026

GRAFICO 15

Stati Uniti - *Baseline di inflazione*



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Nella norma. Nel terzo trimestre del 2024 l'indice CPI *headline* ha rallentato al 2,6% su base annua, il ritmo più lento dall'inizio del 2021. Escludendo la volatilità derivante dai prezzi di energia e generi alimentari, il ridimensionamento delle distorsioni del periodo del COVID ha comportato un deciso calo delle pressioni inflazionistiche sottostanti: l'indice CPI *core* è sceso al 3,2% su base annua nel terzo e quarto trimestre, dopo aver raggiunto un picco del 6,3% nel terzo trimestre del 2022.

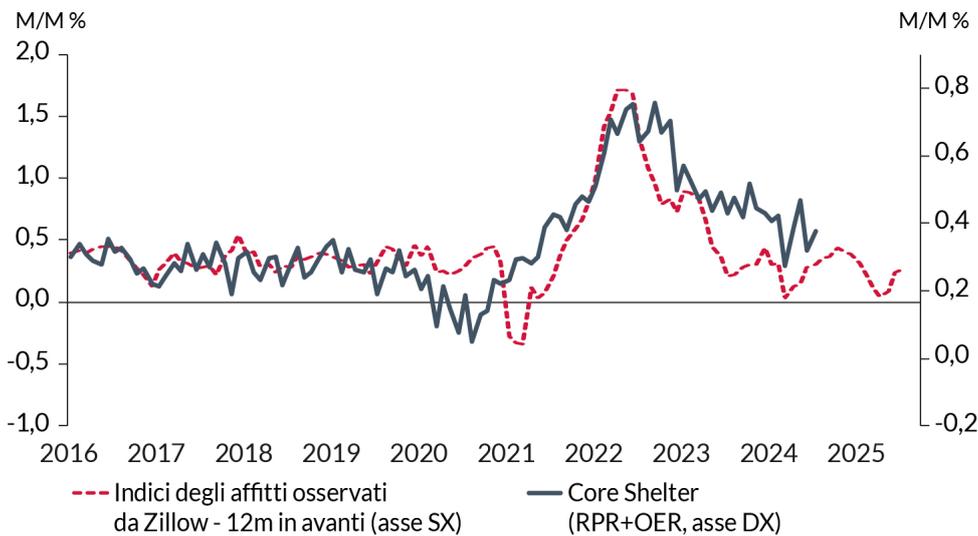
Beni core: buon andamento. I benefici derivanti dalla riconfigurazione delle catene di approvvigionamento non si sono ancora pienamente manifestati. Dopo un temporaneo rialzo ad ottobre, provocato dalla volatilità dei prezzi delle auto usate, è probabile che negli ultimi due mesi dell'anno i prezzi dei beni *core* tornino a rallentare. Nel 2025, l'inflazione su questa componente dovrebbe mantenersi in linea con il trend pre-COVID.

Servizi core: graduale aumento. Con una variazione su base annua del 4,8% nel terzo trimestre del 2024, i servizi restano il fanalino di coda in termini di assestamento dell'inflazione *core*. Tuttavia, i fornitori di servizi dovrebbero continuare a beneficiare di una maggiore stabilità dei prezzi degli input: il continuo raffreddamento del mercato del lavoro e la ripresa della crescita della produttività stanno infatti attenuando le pressioni inflazionistiche sui fattori di produzione. Pertanto, un'inflazione dei servizi più moderata sembra essere ormai solo una questione di tempo. Continuiamo a prevedere anche un calo dell'inflazione dei servizi nella componente di *core-shelter* (ossia *rent-of-primary-residence + owner's equivalent rent*, affitti della residenza primaria e affitti figurativi), con un avvicinamento nel 2025 al trend pre-pandemico in area 0,2% su base mensile. Questa stima è coerente con i dati forniti dagli indicatori di mercato sugli affitti privati, che sono tendenzialmente calati a fronte di un

aumento dell'offerta di unità multifamiliari (**Grafico 16**). Escludendo la componente delle abitazioni, riteniamo che la decelerazione procederà piuttosto agevolmente nel settore dei servizi *core*: molte delle componenti che definiamo sensibili alle variabili macro e al *re-opening* (assicurazioni sui motoveicoli, servizi ricreativi, servizi alimentari, ecc.), si sono infatti già normalizzate verso il trend pre-COVID.

GRAFICO 16

I leading indicator per l'inflazione shelter puntano ancora al ribasso



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Lo sceriffo è tornato in città. Con la presidenza Trump e un Congresso a maggioranza repubblicana, si profilano rischi al rialzo per il nostro scenario base sull'inflazione, connessi alle maggiori minacce associate a una guerra commerciale globale. È improbabile che questi rischi si materializzino già nel 2025, a causa dei problemi di attuazione delle misure tariffarie volute da Trump, ma potrebbero intensificarsi nel 2026. All'indomani del voto, è estremamente difficile quantificarne l'entità. L'introduzione di un dazio universale è una minaccia seria, anche se i vincoli istituzionali, la mancanza di sostegno pubblico e politico e alcune considerazioni strategiche potrebbero smorzare l'ottimismo della nuova Amministrazione repubblicana.

Indicazioni utili possono essere desunte dall'analisi dell'andamento dell'inflazione statunitense in concomitanza con la prima ondata di dazi approvati durante il primo mandato di Trump.

1. **Ci sono lezioni da apprendere.** Durante la guerra commerciale del 2018 fu evitato lo scenario peggiore, temuto dai critici del tempo. L'impatto sul CPI *core* derivante dall'aumento dei dazi - tra cui quello su beni e servizi ad esclusione dell'inflazione sulle abitazioni - è stato infatti contenuto. Secondo i nostri calcoli, solo il 15% del paniere dei beni *core* ha registrato un

aumento temporaneo dell'inflazione, passando, su base annua, dal -0,5% di gennaio 2018 all'1,3% di gennaio 2019. Questo trend è stato però compensato da una leggera disinflazione nel resto del paniere, e l'indice CPI dei beni core si è attestato intorno a 0 nel periodo 2018-2020 (**Grafici 17 e 18**).

GRAFICO 17

Impatto della prima guerra tariffaria (2018-19) sull'indice di CPI Core Goods

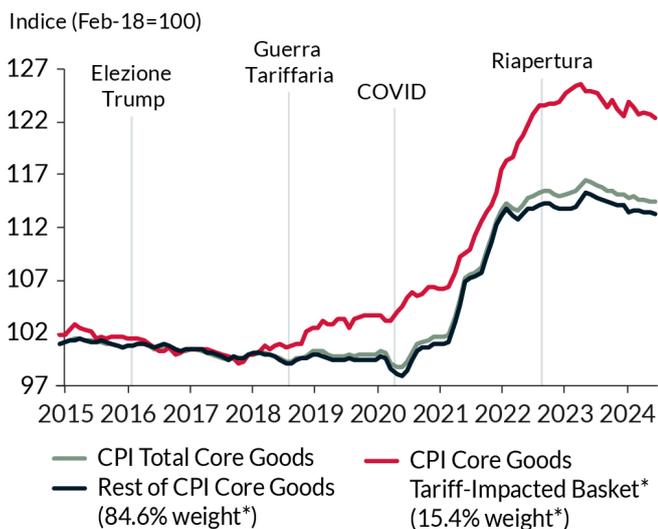
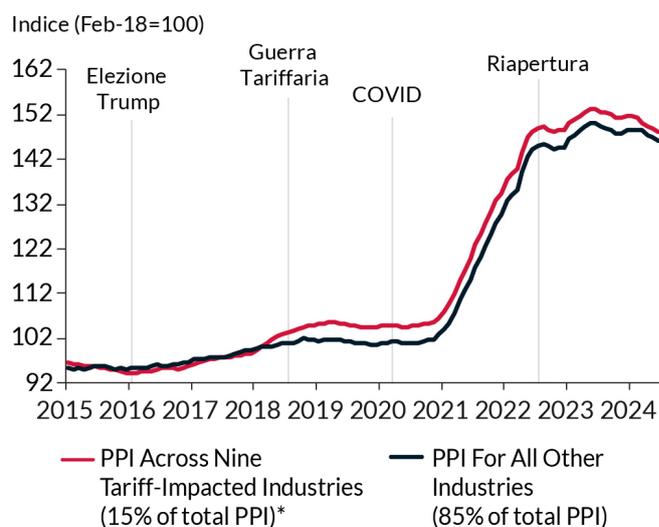


GRAFICO 18

Impatto della prima guerra tariffaria (2018-19) sull'indice di PPI Core Goods



*Il basket è costruito con i seguenti items del basket CPI: Laundry Equipment; Other Appliances; Furniture and Bedding; Floor Coverings; MV parts and equipment; Sport Vehicles including Bicycles; Housekeeping Supplies; Sewing Machines, Fabric and Supplies - pesati per i relativi pesi. Stessa procedura per PPI.

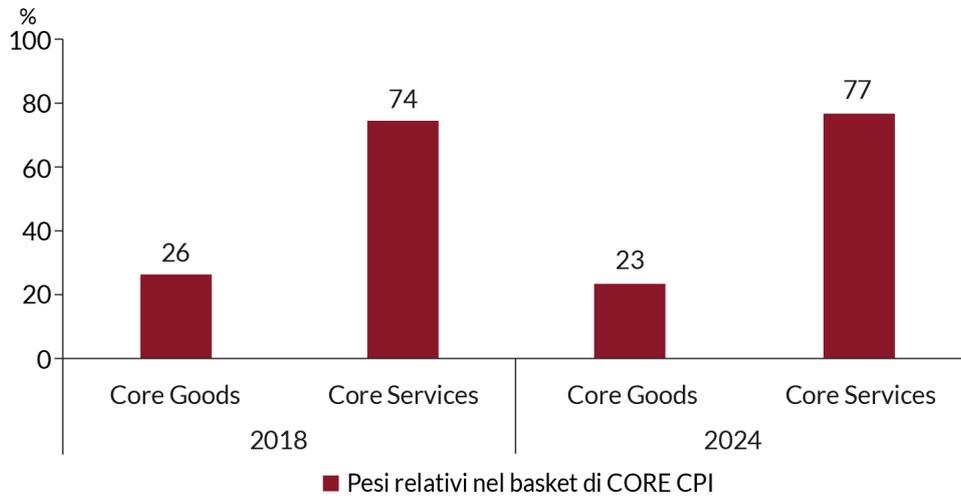
Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

2. **Sebbene l'aumento dei dazi proposto da Trump sulle importazioni cinesi sia tre volte superiore a quello annunciato nel 2016, diversi fattori di compensazione dovrebbero limitarne l'impatto sull'inflazione core statunitense.** Nel complesso, i prezzi dei beni core all'interno del paniere CPI rappresentano il 23%, con una riduzione di tre punti percentuali rispetto al 2018 (**Grafico 19**), mentre le importazioni dalla Cina, e in particolare quelle relative ai beni colpiti dalla prima ondata di dazi (beni assoggettabili a dazi) sono inferiori del 37% rispetto ai livelli del 2017 (in media; **Grafico 20**). A meno che il Presidente Trump non allarghi il campo d'azione ai beni che nel 2017 non erano stati ritenuti assoggettabili a dazi, l'impatto complessivo sull'inflazione dei beni cinesi colpiti dai dazi non dovrebbe essere dissimile da quello registrato durante la guerra commerciale del 2018.

L'aumento delle tariffe nel 2017 non fu inflazionistico, e diversi fattori dovrebbero stemperarne l'impatto anche in questa occasione

GRAFICO 19

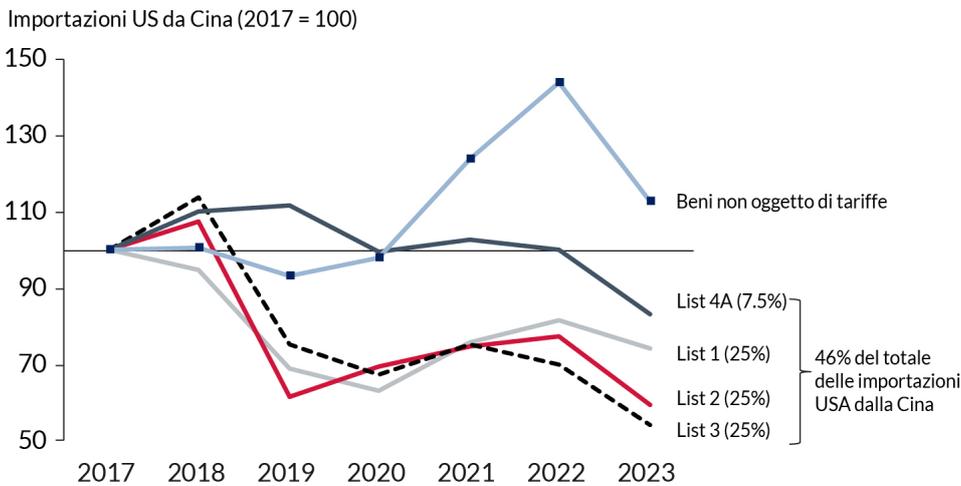
CPI Pesì relativi: Goods vs Services (2018 vs 2024)



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

GRAFICO 20

Importazioni totali USA dalla Cina per categoria tariffaria



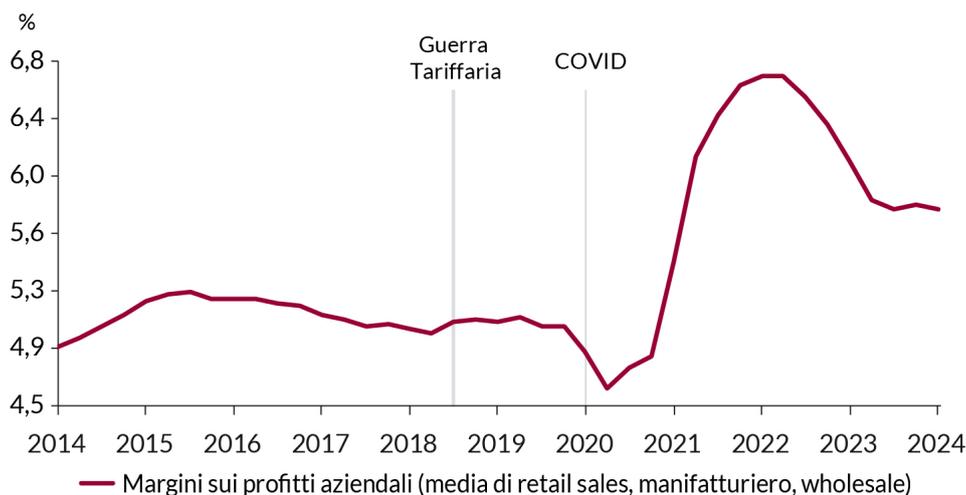
Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

- La maggior parte degli studi suggerisce che gli Stati Uniti abbiano sostenuto praticamente da soli il costo dei propri dazi. In un contesto di misurata perdita di slancio dell'economia e di graduale esaurimento dei risparmi in eccesso da parte delle fasce di popolazione a basso e medio reddito (probabilmente quelle che spendono di più per i beni cinesi assoggettabili a dazi), ci aspettiamo che le aziende continueranno a sacrificare i propri margini anziché rischiare di perdere quote di mercato trasferendo gli aumenti dei dazi sui consumatori. Dazi più elevati rispetto a quelli

annunciati nel 2016 potrebbero ovviamente essere assorbiti con maggiore difficoltà, ma l'*outlook* sui margini di profitto è decisamente più favorevole: nel complesso, i margini di profitto delle società sono cresciuti di circa il 14% rispetto al 2017, in tutti i settori (**Grafico 21**).

GRAFICO 21

Margini sui profitti aziendali aggregati



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Area Euro - 2025: la seconda metà del percorso disinflazionistico

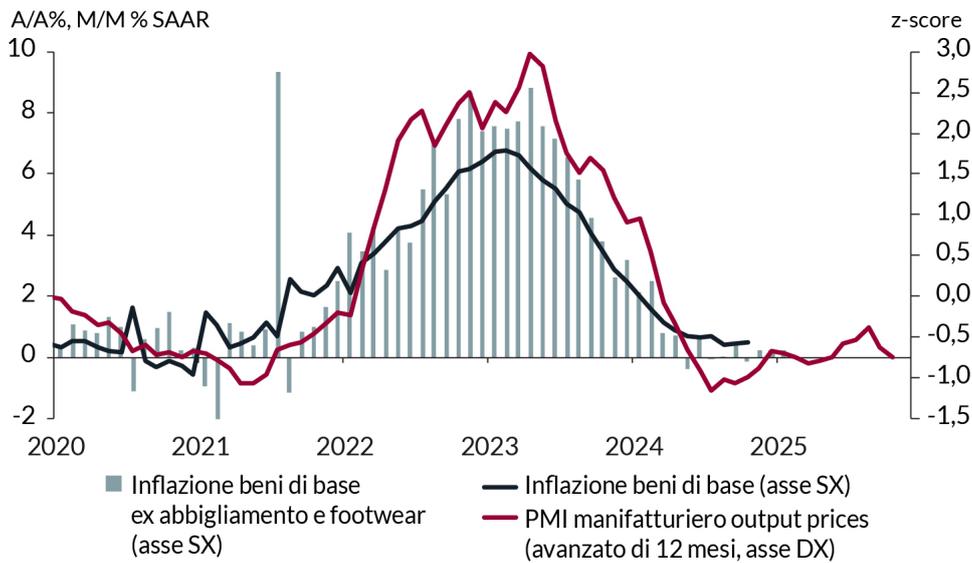
Restiamo convinti che il processo disinflazionistico si consoliderà nel 2025: i prezzi dei servizi dovrebbero assumere un ruolo di primo piano, mentre quelli dei beni core si muoveranno lateralmente. Il depotenziamento dei numerosi fattori idiosincratici che hanno mantenuto elevate le pressioni su alcune categorie di prezzi nel corso del 2024, tra cui aggiustamenti tecnici, effetti stagionali ed eventi *una tantum*, dovrebbe infatti dare i propri frutti nel 2025.

La disinflazione proseguirà anche in Area Euro, con il traino dei prezzi dei servizi. I fattori tecnici e idiosincratici al lavoro nel 2024 si sgonfieranno

Continua la normalizzazione dei beni core. Durante il primo semestre del 2024 l'inflazione dei beni core ha registrato una significativa decelerazione e si è attestata su base annua allo 0,5% nel terzo trimestre del 2024, in linea con il trend pre-COVID. Nel complesso, riteniamo che i prezzi dei beni core si stiano stabilizzando, in coerenza con i segnali offerti dagli indicatori anticipatori (**Grafico 22**).

GRAFICO 22

L'inflazione dei beni di base si è stabilizzata

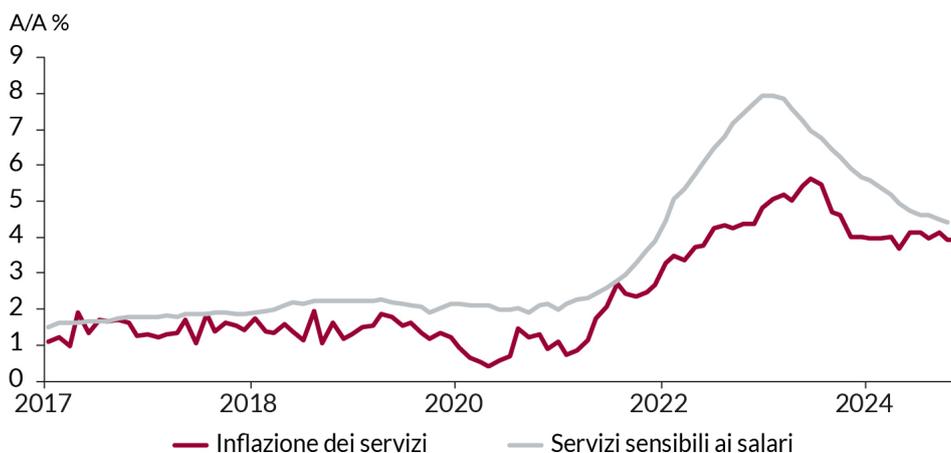


Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

I servizi rimangono forti nel 2024. L'inflazione dei servizi è rimasta piuttosto stabile nel corso dell'anno, mantenendosi (in media) nell'intervallo 3,9/4,0%. Ci aspettiamo che le componenti dei servizi più sensibili alla dinamica dei salari continuino ad allentarsi molto lentamente nel quarto trimestre del 2024 e rimangano al di sopra dei modelli stagionali pre-COVID fino al secondo semestre del 2025, riflettendo il *catch-up* con le pressioni salariali passate, in un mercato del lavoro caratterizzato da un relativo eccesso di offerta (**Grafico 23**).

GRAFICO 23

L'inflazione dei servizi più legata alle pressioni salariali rimane vischiosa



Esempi di servizi sensibili ai salari sono: ristoranti e bar, parrucchieri, manutenzione auto. Si tratta di circa il 20% del paniere dei servizi.

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

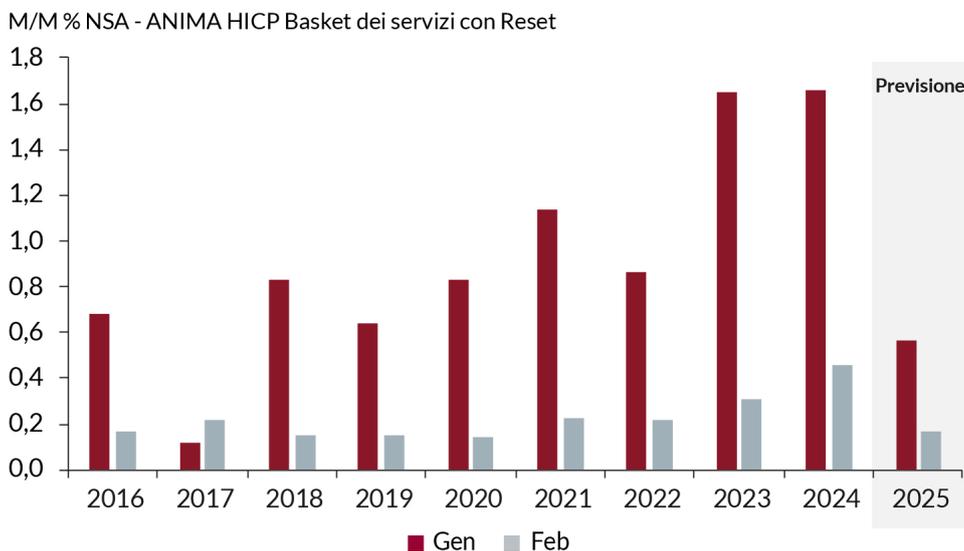
Ulteriore allentamento nel 2025. A partire dal primo trimestre del 2025, tuttavia, la decelerazione sui prezzi dei servizi si manifesterà in modo moderatamente più pronunciato rispetto a quanto osservato finora: prevediamo un calo dell'inflazione su questa componente dal 3,8% del quarto trimestre 2024 al 3,5% del primo trimestre 2025, 3,1% nel secondo, 2,9% nel terzo e 2,7% nel quarto.

Queste proiezioni si basano su alcune premesse:

1. Le nostre ipotesi tengono conto della collocazione temporale del periodo pasquale. Nel 2025 la Pasqua cadrà il 20 aprile (più tardi del solito), con conseguenze sui servizi stagionali – come i pacchetti vacanza e le tariffe aeree – quali prezzi più bassi a marzo, più alti ad aprile e di nuovo più bassi a maggio.
2. Le pressioni derivanti dai servizi più esposti alla ridefinizione dei prezzi (ossia, i prezzi regolati) si allenteranno in modo significativo, in quanto l'ondata di ridefinizione che avverrà nel primo trimestre 2025 dovrebbe essere minore rispetto a quella del 2023-24 (**Grafico 24**). Ciò sarà particolarmente evidente nel campo delle assicurazioni regolamentate, il cui tasso di crescita annuo negli ultimi due trimestri si è aggirato intorno all'8,8%.

GRAFICO 24

Basket dei prezzi dei servizi con resets: m/m % per ogni gennaio



Il nostro basket dei prezzi dei servizi con resets raggruppa i componenti per i quali una quota elevata della crescita totale dei prezzi annuali avviene a gennaio. Tale basket conta circa il 20% di peso relativo nel basket dei servizi.

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

3. È stato osservato un ulteriore rallentamento del *momentum* di altri servizi meno volatili, sulla scia del completo assorbimento dei passati shock dell'offerta e dell'indebolimento dell'attività economica.
4. Gli effetti base saranno favorevoli e dovrebbero spingere l'inflazione al ribasso.

Lo scenario base di ANIMA. Prevediamo un'inflazione *headline/core* rispettivamente al 2,0%/2,7% nel quarto trimestre 2024, coerente con un'inflazione media annua *headline/core* del 2,3%/2,8% nel 2024. Per il 2025, le nostre proiezioni per l'inflazione *headline/core* si attestano rispettivamente all'1,8%/2,4% nel primo trimestre, 1,8%/2,3% nel secondo, 1,8%/2,2% nel terzo e 1,8%/2,2% nel quarto, con la media annua all'1,8%/2,3%.

Cina - I rischi deflazionistici non diminuiscono

Nel 2024 il livello generale dei prezzi è salito più lentamente delle attese, per effetto da un lato della debolezza della domanda interna e dall'altro dell'eccesso di produzione del sistema manifatturiero cinese. Ci attendiamo che lo sbilanciamento tra queste due forze persista almeno nella prima metà del 2025, e che l'inflazione torni a salire solo dopo l'estate.

La risalita dell'inflazione dovrebbe segnare il passo nel quarto trimestre, con il livello dei prezzi che, su base annua, potrebbe addirittura scendere allo 0,3% nel quarto trimestre rispetto allo 0,6% del terzo. L'inflazione sui generi alimentari rimarrà ferma al 2,9% su base annua a fine 2024, grazie alla stabilizzazione dei prezzi degli alimentari freschi. Al netto dei generi alimentari, invece, i prezzi dovrebbero rallentare ulteriormente durante l'inverno, a causa della diminuzione dei prezzi dell'energia.

I prezzi alla produzione, al contrario, nel secondo semestre del 2024 hanno continuato a scendere a causa dell'abbondanza di offerta di beni prodotti, con i cali più rilevanti registrati tra i beni destinati al consumo rispetto a quelli destinati alla produzione.

La reflazione dovrebbe avanzare lentamente l'anno prossimo. Nei prossimi trimestri, ci aspettiamo che i prezzi continuino lentamente a risalire, ma ulteriori misure di supporto alla domanda saranno necessarie per sostenere la fiducia e permettere una stabilizzazione dell'inflazione su livelli più alti.

Lo scenario base di ANIMA. In questo contesto, l'inflazione dovrebbe attestarsi allo 0,3% su base annua nel 2024, invariata rispetto al 2023, **mentre la nostra stima relativa al 2025 è stata rivista da 0,9% a 0,7%**, sulla scia dei crescenti rischi al ribasso.

In Cina le pressioni sui prezzi sono state molto limitate nel 2024, e si accumuleranno solo gradualmente nel 2025, dopo l'estate

POLITICHE MONETARIE

Navigando verso la neutralità a diverse velocità

L'accelerazione del processo di disinflazione durante il 2024 ha permesso alle Banche centrali di avviare i cicli espansivi, con l'obiettivo di rendere la politica monetaria meno restrittiva e salvaguardare livelli di crescita positivi.

La BCE ha iniziato a tagliare i tassi a giugno da un livello di 4% (tasso di deposito) ed ha accelerato il ritmo a ottobre, passando da tagli di 25 punti base con cadenza trimestrale a tagli ad ogni *meeting*, principalmente a causa dei dati deludenti sulla crescita.

La Fed ha optato per un taglio iniziale da 50 punti base nel *meeting* di settembre, per poi proseguire con un taglio di 25 punti base alla riunione di novembre e portare il tasso sui Fed funds da un picco di 5,25-5,50% a 4,50-4,75%.

Ci aspettiamo che sia la Fed che la BCE proseguano il ciclo di tagli nel 2025, con il supporto di un'ulteriore discesa dell'inflazione verso i livelli target. Entrambe le Banche centrali dovrebbero portare i tassi in territorio neutrale, seppur con ritmi diversi, che riflettono la crescita relativamente più solida negli Stati Uniti rispetto all'Area Euro.

Più in dettaglio, nel 2025 la Fed rallenterà il passo consegnando un taglio di 25 punti base per ogni trimestre, e portando il tasso sui Fed funds a 3,25-3,50% entro la fine del 2025, molto vicino al livello neutrale.

La BCE, al contrario, continuerà a tagliare i tassi di 25 punti base a ogni *meeting* durante la prima metà del 2025, portando il tasso sui depositi al 2% entro giugno 2025 (ovvero, nella parte bassa del *range* di stima del tasso neutrale). Stante la debolezza della ripresa europea e la possibile accelerazione del trend di calo dell'inflazione dei servizi, i tassi potrebbero anche scendere sotto il livello neutrale nel secondo semestre.

Sul fronte dei rischi, si segnala una divergenza lungo le due sponde dell'Atlantico. Negli Stati Uniti, il rischio principale è che la Fed allenti la stretta in modo più lento se la crescita dovesse rivelarsi più forte delle attese e il processo disinflativo perdere slancio. In Area Euro, invece, il rischio è che una ripresa ancora più debole del previsto spinga la BCE a tagliare i tassi sotto il livello neutrale, soprattutto se l'inflazione dei servizi perderà quota più rapidamente del previsto.

Federal Reserve - Un rallentamento nel ciclo di tagli

La ripresa di un processo disinflativo a ritmo sostenuto a partire dal secondo trimestre del 2024, dopo la battuta di arresto nel primo trimestre, e il riequilibrio tra domanda e offerta sul mercato del lavoro hanno convinto la Fed a iniziare il percorso di allentamento della stretta monetaria, in modo da garantire un atterraggio morbido della crescita.

Fed e BCE continueranno a tagliare i tassi verso il livello neutrale, ma a ritmi diversi, che riflettono aspettative di crescita più solide negli Stati Uniti rispetto all'Area Euro

Il bilanciamento dei rischi, che nella prima parte dell'anno pendeva verso il rischio di un'inflazione sopra *target*, nel secondo semestre ha iniziato a essere equamente distribuito tra il rischio inflativo e quello di una disoccupazione più alta.

In questo contesto, la Fed ha consegnato al mercato un primo taglio di 50 punti base al *meeting* di settembre e un secondo intervento di 25 punti base a novembre, portando il tasso sui Fed funds a 4,50-4,75%.

Nella riunione di novembre, tuttavia, il presidente Jerome Powell ha introdotto un elemento di cautela, sostenendo che al momento non è chiaro né il ritmo futuro dei tagli né il punto di arrivo: le decisioni saranno guidate dall'andamento dei dati, con particolare riferimento a quelli relativi al mercato del lavoro.

A nostro avviso, la continua e graduale discesa dell'inflazione verso il *target* giustificherà un ulteriore allentamento della stretta nel 2025, ma una crescita ancora solida e moderatamente sopra potenziale da una parte e l'assenza di **consolidamento fiscale** dall'altra creeranno le condizioni per un rallentamento del ciclo di tagli. La Banca centrale americana potrà così valutare gli effetti dei suoi interventi ed evitare che un eccessivo allentamento delle condizioni finanziarie possa rinfocolare le pressioni sull'inflazione.

In questo contesto, **ci aspettiamo che la Fed tagli i tassi di 25 punti base al *meeting* di dicembre** (con rischi di una pausa in caso di dati economici più forti delle attese), **per poi rallentare il passo nel 2025 e allentare la stretta al ritmo di 25 punti base a trimestre; il tasso sui Fed funds raggiungerà un livello prossimo alla neutralità a fine anno.**

Il *Quantitative Tightening* (QT) sarà interrotto nella prima parte dell'anno, lasciando lo *stock* dei Treasury sul bilancio della Fed a un livello relativamente alto.

Il rischio principale per il nostro scenario centrale è che il rallentamento dell'economia e la convergenza dell'inflazione al *target* nel 2025 siano più lenti del previsto: in questo caso la Fed potrebbe tagliare a un ritmo ancora più lento e mettere in discussione il livello neutrale dei tassi. Le politiche fiscali, tariffarie e sull'immigrazione implementate da Trump avranno un impatto sull'*outlook* macro e di politica monetaria solo a partire da fine 2025/inizio 2026.

La Fed continuerà a tagliare i tassi ma a un ritmo più lento, dato che l'economia rimane solida e l'incertezza è molto alta



Consolidamento fiscale – Interventi di politica economica finalizzati a ridurre il deficit e il debito pubblico di uno Stato

Banca Centrale Europea – Più rapidamente verso la neutralità

La ripresa più fiacca del previsto nella prima metà del 2024 e la previsione di un'inflazione a *target* nel 2026 hanno convinto la BCE a iniziare il ciclo di tagli già a giugno, con una riduzione di 25 punti base. Dopo un secondo taglio a settembre, la BCE ha ammorbidito ulteriormente la retorica, indicando già nello *statement* del *meeting* di ottobre che i rischi al ribasso sulla crescita potrebbero avere un impatto sul raggiungimento del *target* di inflazione (il solo obiettivo della politica monetaria in Area Euro). In questo contesto, la Banca centrale ha accelerato il ritmo dei tagli, consegnando un terzo taglio di 25 punti base e aprendo di fatto alla possibilità di ripetere il copione ad ogni riunione.

Ci aspettiamo che durante il *meeting* di dicembre le previsioni di crescita vengano riviste al ribasso (la nostra stima per il 2025, 1%, si confronta con l'1,3% dello staff della BCE di settembre) e che il *timing* della convergenza dell'inflazione al *target* sia anticipato alla prima metà del 2025. **Queste revisioni forniranno la giustificazione per continuare a tagliare i tassi ad ogni riunione: ci aspettiamo cinque tagli di 25 punti base da dicembre 2024 a giugno 2025, quando il tasso sui depositi avrà raggiunto a quota 2% la parte bassa del range di neutralità in Area Euro (2-2,50%, secondo le stime di alcuni membri della BCE).**

Il rischio è che una crescita ancora più deludente delle attese possa indurre la BCE a tagliare ulteriormente i tassi. Cruciale sarà la dinamica dell'inflazione dei servizi, che al momento rimane ancora su livelli alti. Ci attendiamo che le pressioni su questa componente si allentino a un ritmo più sostenuto nel 2025: questo potrebbe effettivamente convincere la BCE a tagliare i tassi sotto il livello di neutralità, per evitare che l'inflazione scivoli sotto *target*.

People's Bank of China - Il pivot della politica monetaria proseguirà nel 2025

Nel report del terzo trimestre 2024, la Banca Popolare Cinese ha ribadito l'adozione di un approccio decisamente più accomodante. Stante la debolezza dei dati macroeconomici pubblicati tra terzo e quarto trimestre, la Banca centrale ha deciso di adottare ulteriori misure incisive di allentamento monetario. Già a settembre 2024 il Consiglio di Stato e la PBoC avevano introdotto un pacchetto di tagli dei tassi a supporto dell'economia, includendo anche i tassi sui mutui, che sono stati ulteriormente ridotti al fine di supportare l'acquisto di immobili residenziali.

In prospettiva, **ci aspettiamo un ulteriore potenziamento degli stimoli monetari**, con un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria (RRR) di 50 punti base e un taglio del tasso reverse repo a 7 giorni di 20 punti base entro fine anno, in modo tale da amplificare gli impatti delle misure di stimolo fiscale approvate dal Ministero delle Finanze e incentivare la ripresa

La BCE taglierà i tassi di 25 punti base a ogni meeting, raggiungendo il livello del 2% a giugno 2025. Se la ripresa resterà debole, l'allentamento monetario proseguirà

dell'economia. La Banca centrale dovrebbe anche intensificare la concorrenza tra le istituzioni finanziarie per migliorare il processo di trasmissione della politica monetaria. **Nel 2025, ci aspettiamo almeno altri due tagli di 20 punti base del RRR nel primo e terzo trimestre e due tagli di 20 punti del tasso di riferimento per i prestiti nel secondo e quarto trimestre.**

AnimaResearch



**Mercati
obbligazionari**

GOVERNATIVI PAESI SVILUPPATI

Moderatamente costruttivi

Dopo un quarto trimestre 2023 molto positivo per le obbligazioni dei Paesi sviluppati, le performance nel 2024 sono state piuttosto deludenti.

Considerando i prezzi al 15 novembre 2024, in particolare, i Treasury hanno registrato un guadagno dello 0,7% da inizio anno, i Bund dello 0,2% e i BTP un apprezzamento prossimo al 4,7%.

Negli Stati Uniti, la crescita è rimasta solida e l'inflazione ha ripreso a scendere in modo convincente solo nel secondo trimestre, instillando dubbi negli investitori e nella Fed sul livello neutrale dei tassi, che potrebbe essere ben più alto che in passato. Il riallineamento di domanda e offerta sul mercato del lavoro ha comunque spinto la Banca centrale ad avviare il ciclo espansivo nel mese di settembre, con lo scopo di preservare una crescita positiva, seppur in rallentamento. In questo contesto di resilienza dell'attività economica e politica monetaria accomodante, la vittoria di Trump alle elezioni ha pesato negativamente sulle performance dei Treasury.

In Area Euro, la ripresa è rimasta anemica, ma un'inflazione core piuttosto vischiosa, soprattutto nei servizi, e una correlazione molto alta con i Treasury hanno precluso ai Bund la possibilità di mettere a segno una buona performance.

In questo contesto, i trend principali sui mercati obbligazionari di Stati Uniti e Area Euro nel 2024 sono stati i seguenti:

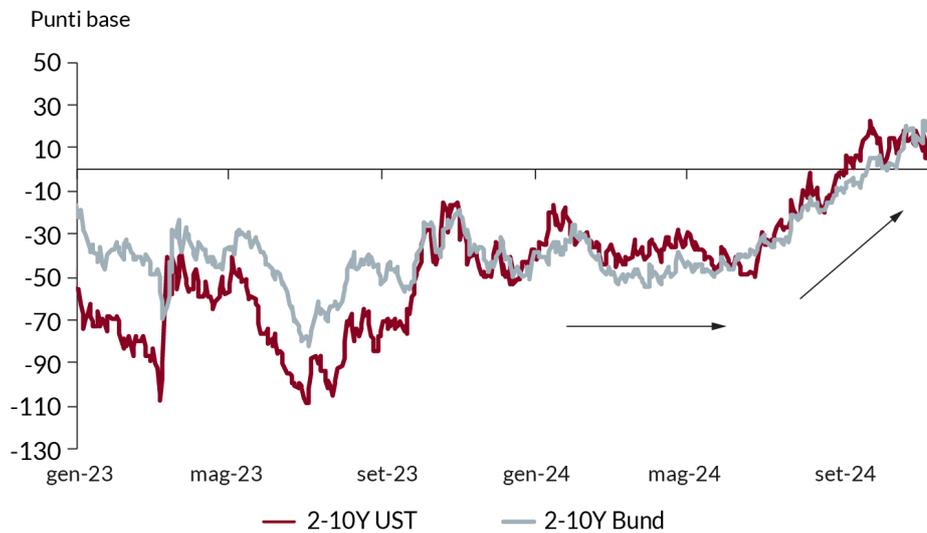
1. Fino ad aprile-maggio, i rendimenti sono saliti su entrambe le sponde dell'Atlantico su tutte le scadenze, con le curve saldamente invertite. Dati di inflazione più alti delle attese negli Stati Uniti e sorprese economiche positive hanno alimentato una revisione delle aspettative di politica monetaria che ha pesato sui comparti governativi.
2. Da fine maggio a settembre, i rendimenti hanno cominciato a scendere. Le scadenze brevi hanno sovraperformato e alimentato un irripidimento delle curve, con i differenziali 2/10 anni sulle curve governative statunitense e tedesca tornati in territorio positivo per la prima volta dalla seconda metà del 2022. Il movimento è stato provocato da una forte revisione al ribasso delle aspettative di allentamento monetario in entrambe le aree geografiche, sulla scorta di dati economici deboli e del riavvio del processo di disinflazione negli USA (**Grafico 25**).

Nel 2024 le performance delle obbligazioni dei Paesi sviluppati sono state piuttosto deludenti, a causa della solidità della crescita statunitense e dei timori di rallentamento del processo disinflativo con Trump alla Casa Bianca

Le curve dei rendimenti governativi in USA e Area Euro si sono irripidite in modo marcato a partire da maggio

GRAFICO 25

Differenziale 2/10 anni sulle curve Treasury e Bund

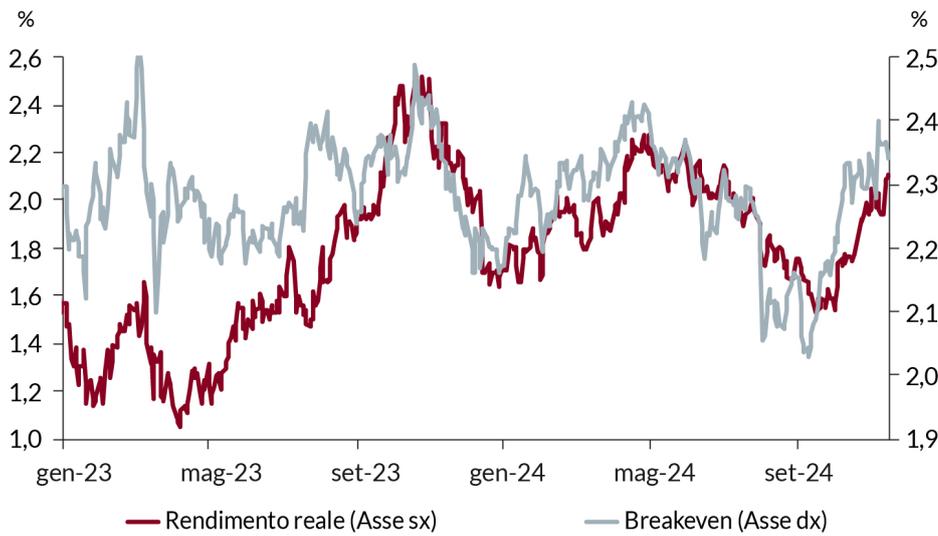


Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

3. Da fine settembre, le curve hanno continuato ad irripidirsi, ma in un contesto di tassi in salita. Da una parte, le sorprese economiche sono diventate prevalentemente positive, dall'altra i mercati hanno iniziato a scontare una probabilità più alta di vittoria di Trump, con conseguente aumento del *term premium* e penalizzazioni per le scadenze lunghe.
4. I trend dei rendimenti nominali sono stati guidati prevalentemente dalla componente dei rendimenti reali, riflettendo l'importanza dei dati di crescita e delle aspettative sulle politiche monetarie nel guidare le performance dei bond governativi. Le *breakeven* hanno registrato movimenti più contenuti, a testimonianza che le aspettative di inflazione rimangono ben ancorate ai target (**Grafici 26 e 27**).
5. Il differenziale Treasury-Bund ha avuto un andamento piuttosto altalenante, pur in un contesto in cui la correlazione è rimasta molto alta per la maggior parte dell'anno. Fino a metà aprile, i Bund hanno sovraperformato i Treasury; da metà aprile a metà settembre il *gap* si è ridotto, mentre da metà settembre il mercato ha iniziato a prezzare una divergenza tra le performance economiche delle due aree a favore degli Stati Uniti, e una linea più accomodante da parte della BCE.

GRAFICO 26

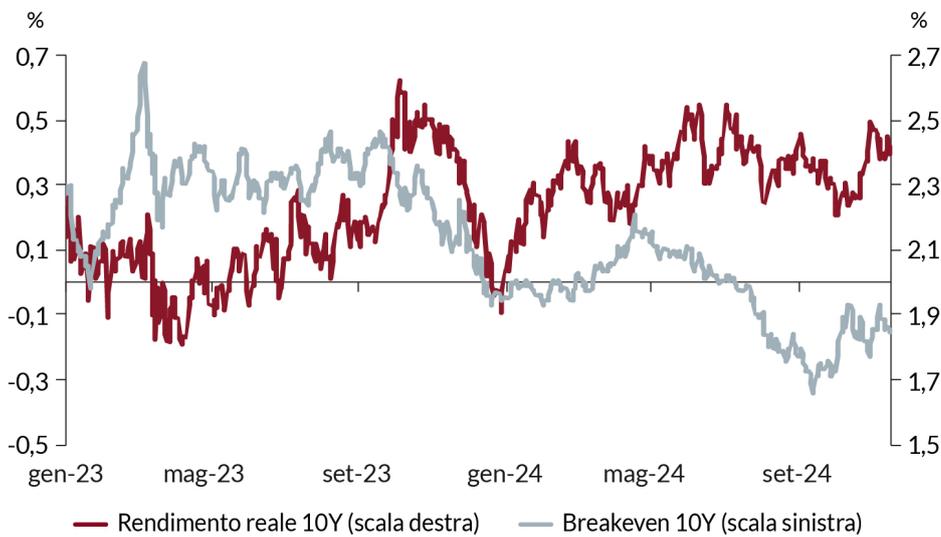
Rendimenti reali e breakeven a 10 anni sulla curva Treasury



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

GRAFICO 27

Rendimenti reali e breakeven a 10 anni sulla curva Bund



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Haver Analytics, ANIMA Research.

Dopo un anno di performance complessivamente deludenti, **ci aspettiamo trend più costruttivi nel 2025 sul comparto governativo:**

1. Secondo il nostro scenario centrale, la crescita statunitense rallenterà moderatamente, pur rimanendo leggermente sopra potenziale. L'inflazione continuerà a scendere verso il *target*, aprendo la via a un ulteriore allentamento della restrizione monetaria da parte della Fed verso il tasso neutrale. In questo contesto, non ci aspettiamo una discesa significativa dei rendimenti dai livelli correnti, anche se i Treasury rimarranno attraenti grazie a un miglior profilo rischio-rendimento rispetto al passato e alle prospettive reddituali interessanti con orizzonte di medio-lungo termine. **I rischi sono bilanciati.** Da una parte, gli investitori potrebbero prezzare un maggior rischio inflativo per le politiche di Trump su tariffe e immigrazione (il deficit non salirà nel 2025); dall'altra parte, la possibilità che si sviluppi una guerra tariffaria globale potrebbe alimentare timori per la crescita globale.
2. La crescita europea registrerà una modesta accelerazione, pur rimanendo sotto potenziale, mentre l'inflazione continuerà a scendere verso il *target*. La BCE riporterà i tassi al livello neutrale (2%), ma potrebbe spingersi sotto questa soglia se la crescita dovesse deludere o il processo disinflativo accelerare. In questo scenario, ci aspettiamo una discesa dei rendimenti dei Bund dai livelli correnti, concentrata nella prima parte dell'anno. **Anche in questo caso, i rischi sono bilanciati.** Se da un lato, una politica tariffaria aggressiva nei confronti dell'Europa potrebbe indurre la BCE ad adottare una linea più accomodante e favorire i comparti governativi, dall'altro lato, il nuovo governo tedesco potrebbe approvare un ingente stimolo fiscale, che peserebbe negativamente sulla performance dei Bund.
3. **Siamo più costruttivi sui Bund rispetto ai Treasury, soprattutto nella prima parte dell'anno.** Questa considerazione riflette una valutazione meno costruttiva sulla crescita europea rispetto a quella americana, una politica monetaria che, nonostante i tagli dei tassi, rimane più restrittiva in Area Euro che negli USA (complice il fatto che il **Quantitative Tightening** della BCE accelererà, mentre quello della Fed si concluderà nel primo trimestre del 2025) e una politica fiscale che, per il momento, rimane più restrittiva in termini relativi in Area Euro.
4. **Ci aspettiamo che il 2025 sia comunque caratterizzato da grande incertezza sulle politiche macroeconomiche sia in USA che in Area Euro, e questo si rifletterà in una volatilità elevata sul comparto governativo.**

Nel 2025 le obbligazioni governative registreranno performance positive e migliori rispetto al 2024. Siamo più costruttivi sui Bund rispetto ai Treasury nella prima parte dell'anno



Quantitative Tightening - Strumento di politica monetaria restrittiva finalizzato a ridurre l'offerta di moneta in modo organizzato e programmatico (ad esempio, attraverso il mancato reinvestimento dei rimborsi o la vendita dei titoli sul bilancio della Banca centrale)

Durante il 2024, i titoli di Stato italiani hanno registrato una performance moderatamente positiva, grazie al restringimento del differenziale di credito rispetto agli altri titoli di Stato dell'Area Euro, in particolare per i Paesi *core*. La compressione del premio al rischio è stata alimentata da una combinazione di fattori di supporto: 1) una diminuzione del differenziale fra le performance macro dei Paesi periferici e *core*; 2) l'aumento della crescita potenziale italiana grazie agli investimenti del PNRR; 3) la perdurante solidità della domanda degli investitori *retail*, e un'accelerazione dei flussi in acquisto da parte degli investitori esteri; 4) un *outlook* di aggiustamento fiscale che rimane sostenibile e credibile per gli investitori; 5) la buona performance di tutti gli *asset* rischiosi.

Nel 2025, ci aspettiamo che una BCE accomodante e la permanenza dei fattori idiosincratici positivi riscontrati nel 2024 continuino a fornire supporto ai BTP, spingendoli a registrare nuovamente una performance moderatamente positiva.

I rischi principali per lo scenario delineato sono: 1) un peggioramento del *sentiment* sulle attività rischiose; 2) un aumento dei rischi idiosincratici, per esempio a causa di una crescita molto inferiore alle attese che comprometta l'aggiustamento fiscale; 3) un rallentamento della domanda per il debito italiano, soprattutto da parte degli stranieri, a fronte di un programma di emissioni nette ancora impegnativo.

Per i BTP, la permanenza dei fattori idiosincratici positivi emersi nel 2024 e una BCE accomodante dovrebbero garantire dinamiche costruttive

GOVERNATIVI PAESI EMERGENTI

Poche certezze per il 2025

Con la fine del 2024 potrebbero essere stati archiviati due fattori di rilevanza globale che hanno reso piuttosto unidirezionale il movimento dei mercati emergenti: lo shock inflativo e il coordinato rialzo dei tassi d'interesse da parte delle Banche centrali. Nel 2025, la crescita globale dovrebbe decelerare leggermente dal 3,2% atteso nel 2024 a poco sotto il 3%, con il mondo emergente anch'esso in rallentamento dal 4,4% al 4,0%; il livello della crescita dei prezzi si dimezzerà dall'8,2% al 4% circa. In termini relativi, l'area asiatica sembra essere meglio posizionata rispetto all'America Latina, dove il mix crescita/inflazione risulta più sfavorevole.

Nella prima metà dell'anno, i trend sul comparto saranno orientati principalmente da due fattori: la riconfigurazione del mix crescita/inflazione negli Stati Uniti e la politica tariffaria di Trump, che promette di creare un certo scompiglio e mantenere il dollaro ben supportato.

Riguardo al primo fattore, se da un lato ci aspettiamo una moderazione della crescita e dell'inflazione statunitensi nel 2025, dall'altro occorre considerare che i rischi domestici sul livello dei prezzi sono orientati al rialzo a causa della stretta sull'immigrazione promessa da Trump in campagna elettorale. Con riferimento al secondo fattore, il rischio concreto per i mercati emergenti è che un aumento generalizzato delle tariffe possa compromettere lo scenario di crescita dei mercati locali e costringere le rispettive Banche centrali a intraprendere azioni inattese (a difesa della valuta o a supporto alla crescita). Sebbene sia presto per individuare vincitori e vinti, **è ragionevole ipotizzare che il 2025 sarà un anno meno monolitico per il comparto emergente, con opportunità e rischi che potranno presentarsi in modi e tempi differenziati.**

Fra i rischi al ribasso più importanti che dovranno essere monitorati, segnaliamo l'effettiva implementazione e l'impatto delle tariffe proposte da Trump; l'eventuale aumento delle preoccupazioni per la sostenibilità del debito pubblico americano; il rischio di una recessione o di un'inattesa ripresa dell'inflazione negli Stati Uniti.

Il quadro macro e le politiche economiche statunitensi saranno cruciali per le sorti dei mercati emergenti

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO INVESTMENT GRADE

Contesto ancora favorevole, ma con premi al rischio compressi

Il 2024 è stato un anno molto positivo per il mondo del credito. Da una parte, i trend macroeconomici e di politica monetaria hanno assunto una configurazione quasi ideale, con la ripresa anemica dell'economia europea e il consolidamento del processo disinflazionistico, che hanno aperto la strada a un allentamento della stretta monetaria; dall'altra, il quadro tecnico si è rivelato estremamente favorevole: il comparto ha registrato flussi di sottoscrizione record, con gli investitori interessati a bloccare rendimenti a scadenza storicamente elevati, che hanno, di fatto, sostituito la BCE nel ruolo di acquirente insensibile al prezzo. La compressione dei premi al rischio rispetto ai titoli governativi (circa 40 punti base per l'indice ICE BofA Euro Corporate in termini di *Option Adjusted Spread*, OAS) è stata concentrata nel primo e nel quarto trimestre, ma la volatilità è rimasta contenuta per tutto l'anno: il *range* in cui si è mosso lo spread non ha superato i 50 punti base, meno della metà rispetto alla media a 20 anni. La propensione al rischio generalmente elevata che ha contraddistinto l'andamento dei mercati finanziari per gran parte dell'anno emerge con evidenza considerando l'andamento degli indici rappresentativi delle diverse fasce di *rating*: i comparti caratterizzati da un profilo di esposizione al rischio credito più spinto sono quelli che hanno registrato il restringimento degli spread più significativo, e hanno offerto di gran lunga le performance migliori, grazie al *carry* più elevato e alla duration inferiore (rispetto ai livelli di inizio anno, i rendimenti governativi tedeschi sono scesi sulle scadenze brevi, ma saliti su quelle medio-lunghe) (Tabella 3).



Carry – Rendimento offerto da un titolo obbligazionario in condizioni di invarianza del livello generale di tassi e premi al rischio

TABELLA 3

Andamento obbligazioni Corporate in euro da inizio anno

	Investment Grade	AAA	AA	A	BBB	High Yield	BB	B	CCC e inferiore
Spread vs Govt attuale (OAS), punti base	98	57	66	89	112	318	206	356	1369
Variazione OAS YTD, punti base	-37	-13	-28	-31	-46	-77	-80	-95	-439
Media OAS ultimi 10 anni, punti base	123	66	76	104	149	403	299	526	1174
Rendimento a scadenza (YTM), %	3,3	2,8	2,8	3,2	3,4	6,0	4,7	6,2	18,0
Media YTM ultimi 10 anni, %	1,7	1,2	1,1	1,4	2,0	4,8	3,7	6,0	12,9
Performance YTD	4,3%	2,6%	3,2%	3,8%	4,9%	7,8%	7,5%	7,2%	10,9%

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research.

Molti dei fattori che hanno offerto supporto al comparto nel 2024 si estenderanno anche al 2025. Secondo il nostro scenario centrale, la crescita registrerà una tiepida accelerazione in Area Euro e una limitata perdita di slancio negli USA; le pressioni sui prezzi continueranno ad allentarsi e i cicli di tagli proseguiranno, con il tasso di deposito europeo che arriverà al 2% già a giugno. I fondamentali delle aziende si confermano complessivamente solidi: le metriche sull'indebitamento netto sono ancorate a metà del range degli ultimi 10 anni (seppur con differenze rilevanti fra i trend settoriali) e il delta fra variazioni positive e negative dei *rating* è largamente sbilanciato in favore degli *upgrade*. Anche il quadro tecnico dovrebbe restare costruttivo: i rendimenti, storicamente ancora elevati, continueranno ad attrarre l'interesse degli investitori, mentre il calo dei tassi a breve termine potrebbe innescare una rotazione dagli strumenti di mercato monetario alle obbligazioni, e l'offerta netta si profila modesta (l'incertezza politica e commerciale peserà sulle scelte di investimento e sulla crescita inorganica delle aziende).

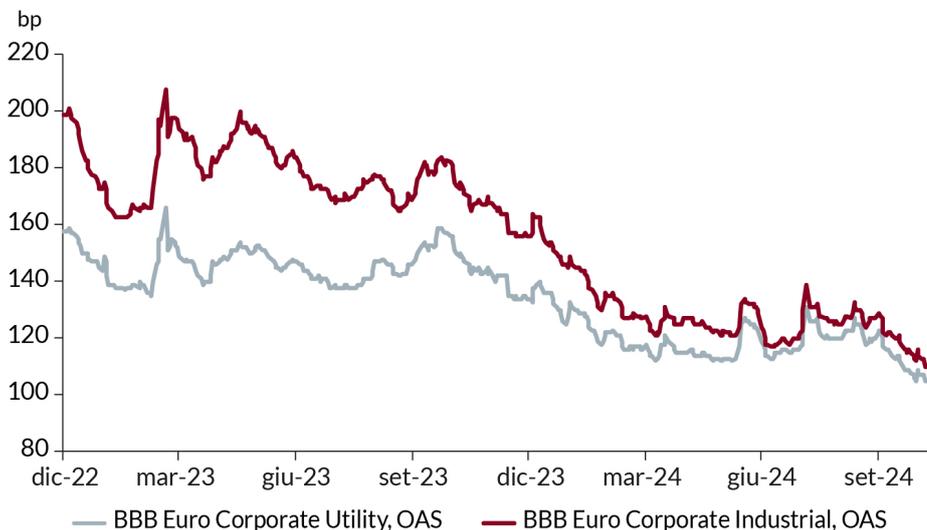
Tuttavia, le valutazioni hanno raggiunto livelli molto compressi: in Area Euro, lo spread rispetto ai governativi dell'indice ICE BofA Euro Corporate è sceso sotto i 100 punti base, non lontano dai minimi successivi alla Grande Crisi Finanziaria, che erano intorno agli 80 punti base ma vennero registrati in fasi in cui la BCE era impegnata in piani di acquisto di titoli aggressivi. Ancora più estremo il quadro negli Stati Uniti, dove lo spread vs Govt dell'indice ICE BofA US Corporate ha recentemente segnato i nuovi minimi da inizio secolo, a 77 punti base. A questi livelli, **il potenziale di ulteriore restringimento è molto limitato, e i rischi di un deterioramento del contesto di riferimento appaiono mal remunerati.** Tali rischi, tuttavia, si sono intensificati in modo significativo dopo la vittoria di Donald Trump alle elezioni presidenziali americane: benché lo scenario più probabile sia quello di un aumento delle tariffe nei confronti dell'Europa – seppur posticipato nel tempo, graduale e limitato a una cerchia ristretta di beni – non si può escludere che anche solo l'incertezza o l'adozione di una linea negoziale molto dura inneschino un deterioramento del *sentiment*, se non propriamente del quadro macro. Nel 2018, la guerra tariffaria globale e la perdita di *momentum* della crescita in Area Euro e Cina, unitamente alla stretta monetaria, crearono una cornice molto sfidante per i mercati finanziari e alimentarono un cospicuo allargamento degli spread.

I trend macro e di politica monetaria, il quadro fondamentale e gli aspetti tecnici dovrebbero continuare a fornire supporto ai corporate investment grade, ma i premi al rischio sono compressi

In questo contesto, pur restando investiti, monitoriamo con attenzione i rischi al ribasso e privilegiamo quei segmenti del mercato in cui le valutazioni appaiono più interessanti, o i premi al rischio meno compressi. In particolare, sovrappesiamo i settori anticiclici, come *utilities*, *telecom* e *pharma*. Molti comparti ciclici europei stanno affrontando una molteplicità di sfide strutturali di grande rilievo - nel settore auto, per esempio, la competizione cinese e la minaccia di tariffe dagli USA, una regolamentazione ambientale iper-stringente, alti costi dell'energia, un eccesso di capacità produttiva e forza lavoro, pressioni su margini e utili, e una potenziale ondata di *downgrade* - ma nonostante questo pagano a stento un premio rispetto ai settori non ciclici (**Grafico 28**).

GRAFICO 28

Corporate in euro, settori Utilities e Industrial - Spread vs Govt



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research.

In aggiunta, in presenza di una curva governativa piatta e di spread creditizi sostanzialmente stabili al variare delle scadenze, **privilegiamo il tratto breve e intermedio (titoli fino a 6-7 anni)**, che garantisce maggiore visibilità sulla dinamica degli utili ed è meno esposto a un eventuale *repricing* del *term premium*, innescato dai timori per la sostenibilità delle politiche fiscali. Da ultimo, **manteniamo una preferenza per il comparto *investment grade* rispetto agli *high yield*, e in generale per le strategie *up-in-quality***; i segmenti speculativi appaiono più vulnerabili a un allargamento dei premi al rischio, qualora il quadro macro o tecnico dovessero deteriorarsi, e la curva del credito è molto piatta: il rapporto fra gli spread dei comparti BBB e A ha raggiunto i minimi dal crack Lehman (**Grafico 29**).

Privilegiamo i segmenti del mercato in cui i rischi sono meglio remunerati, come i settori non ciclici, le scadenze brevi/intermedie e il credito di qualità

GRAFICO 29

Corporate in euro, comparti BBB e A - Rapporto fra Spread vs Govt.



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research.

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE EURO HIGH YIELD

Approccio tattico e selettivo

Il credito *high yield* in euro si appresta ad archiviare un altro anno decisamente brillante. **I ritorni offerti sono stati molto generosi, sia in termini assoluti che relativi, a maggior ragione se aggiustati per il rischio:** la sovraperformance non è stata infatti limitata ai soli comparti governativi, ma si è estesa a molti listini azionari continentali ed è stata realizzata con livelli di volatilità molto contenuti, nonostante le ampie oscillazioni dei tassi privi di rischio e l'escalation del **rischio idiosincratco**.

L'*asset class* è stata sostenuta in primis dalla resilienza del quadro macro/fondamentale, con la fiacca ripresa europea bilanciata dal dinamismo dell'economia americana e dalla solidità dei bilanci aziendali, seppur in un contesto di marcata divergenza fra i segmenti a più alto merito di credito e il comparto più speculativo: i titoli con *rating* CCC hanno registrato in media un sensibile deterioramento degli indicatori su leva e copertura degli oneri finanziari, nonché cinque trimestri consecutivi di *downgrade* netti. Determinante è stato anche il supporto del quadro tecnico: un'offerta in mercato aumento rispetto ai volumi asfittici dei due anni precedenti è stata ampiamente assorbita da una domanda molto robusta, giustificata in primis dall'appetibilità dei livelli assoluti dei rendimenti.



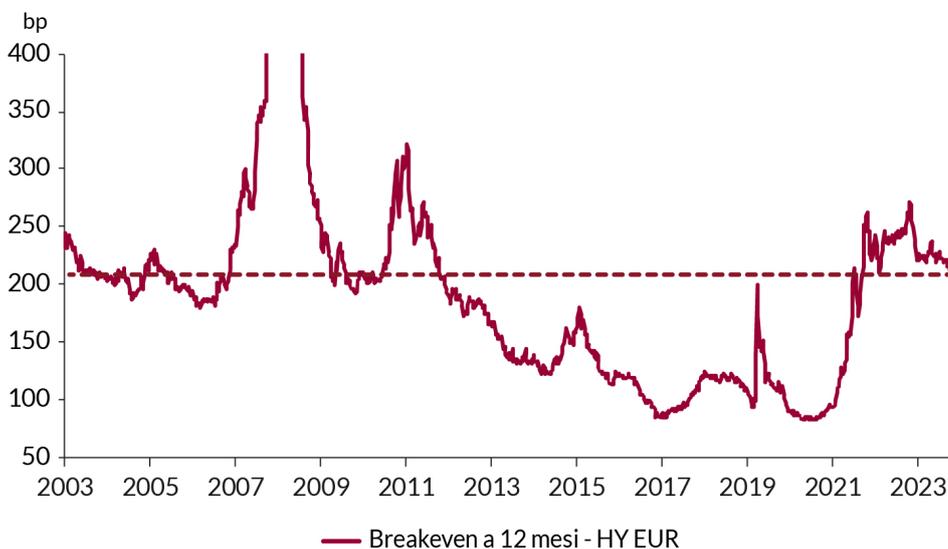
Rischio idiosincratco - (o specifico) Rischio che interessa in modo esclusivo una determinata attività finanziaria

L'onda lunga dei benefici derivanti da questi fattori potrebbe estendersi alla prima parte del 2025: nonostante il calo di tassi e spread, il rendimento a scadenza, vicino al 6%, è ancora di gran lunga superiore a quello che ha contraddistinto gran parte degli ultimi 10 anni, e consente di assorbire perdite cospicue in conto capitale: con una *duration* di poco superiore a tre anni, il *breakeven* a 12 mesi (ovvero, la variazione dei tassi che provoca una perdita in conto capitale esattamente pari al *carry*) è pari a 210 punti base, in calo dai massimi di ottobre 2023 ma ancora prossimo ai livelli più alti registrati al di fuori delle fasi di crisi sistemica (**Grafico 30**).

Il carry elevato e la duration contenuta potrebbero mantenere alto l'interesse degli investitori, ma le valutazioni sono piene, l'incertezza macro è elevata e il quadro tecnico si indebolirà

GRAFICO 30

Corporate High Yield in euro - Tasso di breakeven a 12 mesi

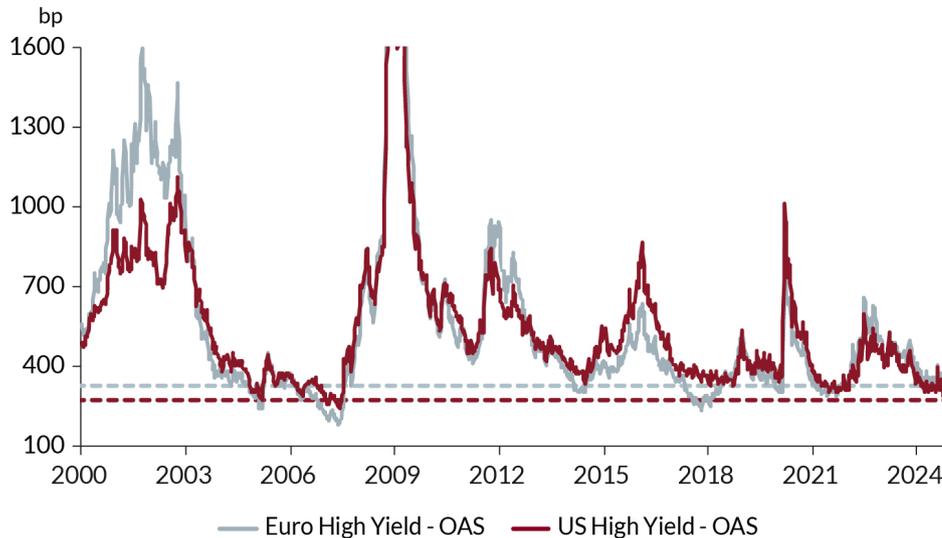


Dati al 15 novembre 2024. Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research.

Tuttavia, la forte compressione dei premi al rischio verificatasi dal quarto trimestre 2022 ha lasciato sul campo valutazioni piene: il livello attuale degli spread è inferiore alle medie di lungo periodo e storicamente si è rivelato sostenibile solo per periodi relativamente brevi, escludendo il 2017-2018 e il 2021. Negli Stati Uniti, peraltro, lo spread vs Govt dell'indice ICE BofA US High Yield si è addirittura spinto a soli 20 punti base dai minimi storici segnati nel giugno del 2007, poco prima che emergessero le avvisaglie di quella che sarebbe poi diventata la Grande Crisi Finanziaria (**Grafico 31**).

GRAFICO 31

High Yield in USA e Area Euro - Spread vs Govt in prospettiva storica



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg, ANIMA Research.

Benché il comparto *high yield* in euro abbia registrato, nel corso degli anni, un sensibile miglioramento sotto il profilo della qualità media del credito e della liquidità, e, più recentemente, un calo dell'esposizione al rischio tasso, **difficilmente questi livelli di spread potranno essere sostenuti con l'avanzare dell'anno**, di fronte alle molteplici sfide che si profilano sul fronte macro e all'indebolimento del quadro tecnico. L'offerta netta di titoli è destinata ad aumentare, sia per la necessità di rifinanziare il debito in scadenza, sia per l'aumento del *capex* e delle attività di M&A e *dividend recap*, dopo la fase di stasi provocata dal forte aumento dei tassi degli ultimi due anni.

In questo contesto, **il 2025 si prefigura come un anno in cui le opportunità di estrarre valore dal comparto saranno più legate all'accumulazione del *carry* che non all'apprezzamento in conto capitale, e sarà fondamentale massimizzare il focus sulla selezione degli emittenti** attraverso una solida analisi *bottom-up*. L'allocazione attuale è contraddistinta da una preferenza relativa per il comparto delle singole-B e da sovrappesi sui settori finanziario (privilegiando nomi di alto *standing*) e *real-estate*, a fronte di sottopesi su auto e componentistica auto, *packaging* e *gaming*.

Benché le prospettive reddituali in termini assoluti appaiano incoraggianti, il livello elevato di incertezza sulle politiche economiche, tanto negli Stati Uniti quanto in Europa, e la compressione dei premi al rischio suggeriscono **il mantenimento di un approccio tattico e un attento monitoraggio dei rischi al ribasso**: spiccano il possibile deterioramento del *sentiment* sulla crescita globale indotto dallo sviluppo di una guerra tariffaria globale, e un eventuale aumento delle preoccupazioni per la dinamica dell'inflazione e

L'approccio è tattico e selettivo; monitoriamo con attenzione i rischi

dei tassi negli Stati Uniti, senza dimenticare i rischi idiosincratici (secondo gli analisti, in Area Euro il tasso di default dovrebbe registrare il picco proprio nel 2025).

AnimaResearch

Mercati azionari

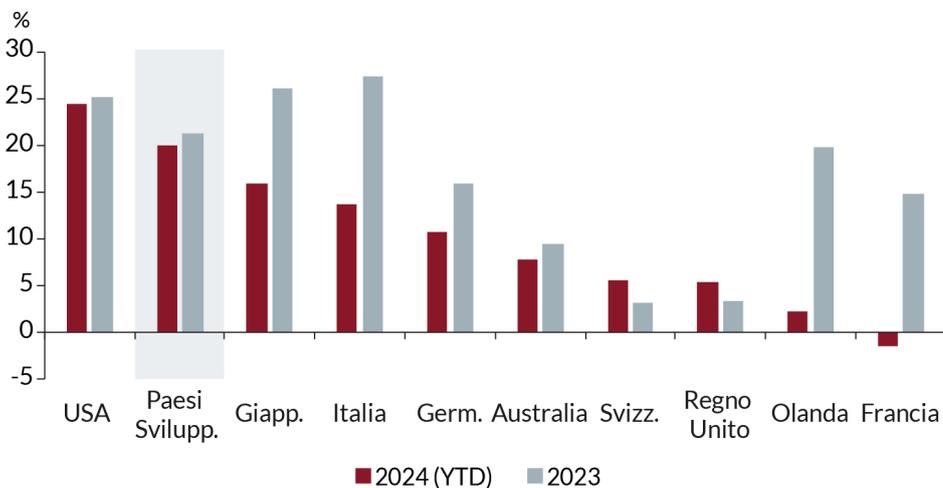
AZIONARIO PAESI SVILUPPATI

Opportunità tra crescita resiliente e politica favorevole

Dopo un 2023 positivo per quasi tutti i principali mercati azionari, i listini stanno confermando la propria forza anche nel 2024. In particolare, l'Italia si è finora distinta come uno dei mercati migliori, dopo aver registrato la performance più elevata nel 2023, superiore anche a quella dell'indice statunitense (Grafico 32).

GRAFICO 32

Performance mercati azionari Paesi Sviluppati 2023 e 2024



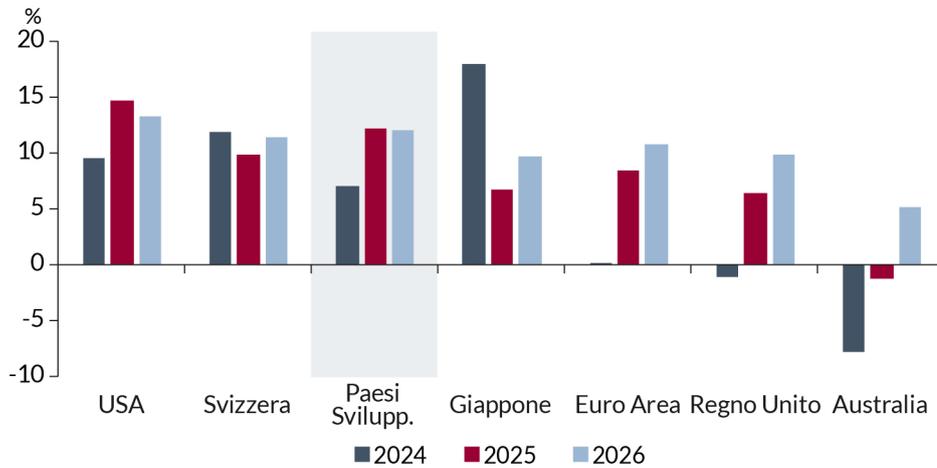
Dati al 15 novembre 2024. Fonte: MSCI, ANIMA Research

In ottica prospettica, manteniamo un giudizio positivo sui mercati azionari, che ci attendiamo supportati sia dalla crescita degli utili che dall'espansione dei multipli. Sul piano macroeconomico, la resilienza dell'economia statunitense, sostenuta da consumi ancora robusti, suggerisce che gli Stati Uniti possano continuare a crescere ed evitare una recessione nel 2025. A livello micro, questo scenario si dovrebbe tradurre in una crescita aggregata degli utili aziendali superiore al 10%. La nostra stima è sostanzialmente in linea con le previsioni degli analisti, i quali si aspettano una crescita degli utili dei Paesi sviluppati del 12% nel 2025 e nel 2026 (Grafico 33). Inoltre, la vittoria di Donald Trump dovrebbe contribuire a mantenere elevate le aspettative di crescita dell'economia e degli utili aziendali, grazie a un programma basato sulla riduzione delle tasse e sull'adozione di politiche volte a incentivare gli investimenti e sostenere la domanda interna.

Nel 2025, i mercati azionari resteranno supportati dalla crescita degli utili e da una limitata espansione dei multipli

GRAFICO 33

Crescita attesa degli utili 2024, 2025 e 2026



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: MSCI, IBES, ANIMA Research

Le elevate stime di crescita degli utili avranno un impatto positivo sulla valutazione dei corsi azionari, grazie anche all'allentamento della stretta monetaria da parte delle Banche centrali. Nonostante i livelli di partenza dei multipli siano elevati rispetto alla media storica, a nostro avviso la combinazione di buone aspettative di crescita e tassi in calo contribuirà a sostenere un'ulteriore, seppur modesta, espansione. Il rapporto prezzo/utigli dell'indice globale, ad esempio, scambia a 18,7 volte gli utili stimati a 12 mesi, e riteniamo ci sia margine per un ulteriore, misurato, *re-rating* (Grafico 34). In questo contesto, **il quadro di riferimento per i mercati azionari globali si conferma costruttivo anche per il 2025**; eventuali correzioni verrebbero considerate opportunità di acquisto.

GRAFICO 34

Rapporto Prezzo/Utigli dell'indice globale*



* Previsioni degli utili per azioni a 12 mesi basate su stime di consensus.

Dati al 15 novembre 2024. Fonte: MSCI, IBES, ANIMA Research.

Alla luce delle prospettive favorevoli delineate, suggeriamo un'allocazione orientata verso i settori *Quality* e *Growth*, nonostante un contesto macroeconomico leggermente migliore delle attese e una maggiore probabilità di ripresa dell'economia cinese. Questi settori, infatti, rientrano tra i maggiori beneficiari di un contesto caratterizzato da prospettive di crescita favorevoli e tassi di interesse più bassi.

Con riferimento ai temi d'investimento sostenuti da trend strutturali, **manteniamo un'esposizione significativa, seppur selettiva, alla tecnologia, con un focus specifico sull'intelligenza artificiale**, che secondo le previsioni dovrebbe registrare una forte crescita nei prossimi anni e influire positivamente sulla produttività di un numero sempre maggiore di settori. **Adottiamo, invece, una visione più cauta riguardo alle tematiche ESG, in particolare quelle relative alla sostenibilità**, dal momento che il secondo mandato di Donald Trump alla Casa Bianca dovrebbe favorire in misura maggiore i settori più tradizionali, specialmente in ambito energetico e ambientale.

Da un punto di vista geografico, confermiamo la preferenza per gli Stati Uniti rispetto al resto dei Paesi sviluppati, in virtù di un quadro macroeconomico più solido in termini relativi.

I rischi principali per lo scenario tratteggiato includono un potenziale cambiamento nell'orientamento della Fed, che potrebbe adottare un approccio meno accomodante in risposta a un'accelerazione dell'inflazione, e un possibile rallentamento della crescita americana, con ripercussioni negative sull'economia globale e sulla dinamica degli utili. Permane anche il rischio di un'escalation delle tensioni geopolitiche, anche se, con la vittoria di Trump, potrebbe ridimensionarsi nel corso del 2025. Inoltre, dazi e tariffe potrebbero minare la profittabilità delle aziende, in particolare nei settori esposti agli scambi internazionali. A livello settoriale, se le *Big tech* dovessero deludere le aspettative degli analisti, ciò potrebbe portare allo scoppio di quella che molti chiamano la "bolla dell'AI", con effetti destabilizzanti sui mercati e una revisione al ribasso delle valutazioni azionarie nei settori tecnologici.

Privilegiamo gli Stati Uniti rispetto al resto del mondo, e un'allocazione settoriale orientata verso comparti Quality e Growth

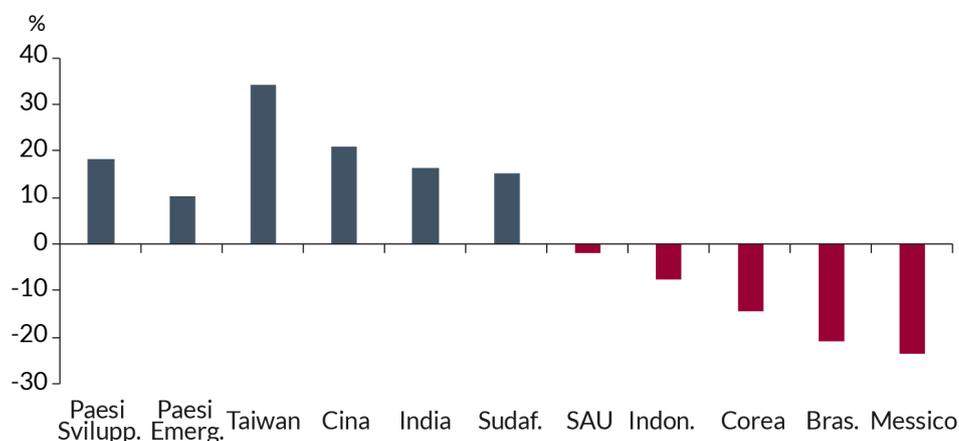
AZIONARIO PAESI EMERGENTI

In attesa di maggiori segnali dalla Cina

Nel 2024 i Paesi emergenti hanno continuato a sottoperformare rispetto ai Paesi sviluppati, proseguendo una tendenza negativa di lungo periodo iniziata nel 2010. La Cina, che rappresenta quasi un terzo dell'indice emergente, ne ha zavorrato la performance per gran parte dell'anno, per poi registrare un importante rimbalzo a partire dal mese di settembre, in seguito all'annuncio delle misure di stimolo da parte del governo di Pechino (**Grafico 35**).

GRAFICO 35

Performance Paesi Emergenti nel 2024



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: MSCI, ANIMA Research.

Al momento, riteniamo sia opportuno attendere ulteriori indicazioni da parte delle Autorità governative cinesi riguardo all'entità e alle tempistiche del pacchetto di stimoli.

È, infatti, necessario disporre di maggiori evidenze sulle ulteriori misure che saranno adottate per favorire una ripresa dell'economia cinese e per controbilanciare il probabile apprezzamento del dollaro derivante dall'implementazione delle politiche di Trump.

Da un punto di vista settoriale, suggeriamo di assumere un'allocazione bilanciata, aumentando progressivamente l'esposizione ai settori che possono beneficiare direttamente delle misure annunciate e che scambiano a valutazioni interessanti, come il comparto bancario (Grafico 36**).**

Le prospettive per i Paesi emergenti dipenderanno dagli stimoli approvati dalle Autorità

GRAFICO 36

Settore bancario Paesi Emergenti – Valutazione relativa all'indice globale



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: MSCI, ANIMA Research.

A livello regionale, privilegiamo l'Asia a causa della sua esposizione al settore tecnologico e al potenziale rimbalzo della Cina. All'interno della regione asiatica, siamo in sovrappeso sull'India, che non rappresenta più solamente l'antagonista del Dragone, ma costituisce una storia di crescita strutturale di lungo termine (**Grafico 37**). Siamo negativi sul Messico a causa dei rischi connessi all'equilibrio politico e istituzionale, nonché delle possibili revisioni degli accordi commerciali con gli Stati Uniti.

Tra i maggiori rischi da evidenziare per le prospettive del comparto, segnaliamo l'efficacia delle misure di stimolo cinesi, che potrebbero non essere sufficienti a rilanciare la seconda economia mondiale, e il potenziale apprezzamento del dollaro, qualora la Fed dovesse adottare un atteggiamento più aggressivo. A pesare sulla Cina e sull'area emergente, inoltre, vi è anche il rischio legato all'imposizione delle tariffe annunciate da Trump durante la campagna elettorale, che potrebbero costituire un ulteriore ostacolo alla ripresa cinese. Infine, vanno monitorati anche gli sviluppi geopolitici: un aggravarsi delle tensioni tra Cina e Taiwan potrebbe avere risvolti negativi non solo sull'area emergente ma anche a livello globale.

GRAFICO 37

India - Performance relativa all'indice Paesi Emergenti ex. Cina



Dati al 15 novembre 2024. Fonte: MSCI, ANIMA Research.

AnimaResearch

Mercati valutari

Nuovi equilibri in vista per il 2025

Dollaro - Ancora sugli scudi

Nel corso dell'estate il dollaro ha virato al ribasso, in concomitanza con la svolta della Fed del 18 settembre, quando la Banca centrale ha sorpreso il mercato inaugurando il ciclo di tagli con un intervento più aggressivo del previsto. Successivamente, però, l'approssimarsi delle elezioni americane e il divario tra i dati macroeconomici, ancora robusti negli Stati Uniti e più deboli delle attese in Europa, hanno alimentato un'inversione di tendenza del cambio euro-dollaro e l'euro ha ricominciato a perdere terreno. **Dopo la vittoria elettorale di Donald Trump, che si è aggiudicato anche il controllo del Congresso, il trend di apprezzamento del dollaro si è rafforzato e potrebbe estendersi** fin dopo il suo insediamento. Pertanto, manteniamo una posizione lunga sul dollaro.

Nel 2025, l'atteso rallentamento dell'economia americana dovrebbe continuare ad agire come freno latente per il dollaro, che ci aspettiamo chiuda l'anno a un livello inferiore rispetto a quello di fine 2024. **Tuttavia, nella prima metà dell'anno, la divisa americana resterà supportata dalla politica aggressiva di Trump e dall'imposizione di dazi alla Cina e all'Europa.** In aggiunta, i fattori di debolezza dell'euro saranno più evidenti nel primo semestre, sia dal punto di vista economico (l'inflazione in Area Euro potrebbe rallentare più del previsto dopo l'inverno) sia dal punto di vista politico, con le elezioni in Germania, un governo instabile in Francia e il tema della guerra in Ucraina che sta già tornando in primo piano.

In questo contesto, il *target* per il cambio euro-dollaro a fine 2025 viene fissato a 1,14. La previsione dovrà essere rivista al ribasso se l'economia americana si confermasse così forte da provocare un ridimensionamento delle attese di allentamento monetario da parte della Fed.

Yen - La Bank of Japan continuerà ad alzare i tassi

Lo yen ha perso il 10% contro dollaro da inizio anno; a pesare sono stati l'attendismo della Fed e la lentezza di azione della Bank of Japan. Quest'ultima, infatti, ha iniziato a normalizzare la politica monetaria rimuovendo i tassi negativi più tardi del previsto e a un ritmo più blando, sulla scorta di evidenze insufficienti sul *trend* rialzista dell'inflazione domestica.

In prospettiva, ci aspettiamo che tali evidenze emergano: secondo le proiezioni della Banca centrale, l'inflazione giapponese si stabilizzerà a 1,9% nel 2025 (come nel 2024) e salirà a 2,1% nel 2026. Riteniamo quindi che la BoJ riporterà i tassi in territorio neutrale nel corso dell'anno, con tre rialzi di 25 punti base che dovrebbero lasciare il tasso di riferimento all'1,0% a fine 2025. Lo yen dovrebbe quindi continuare un lento percorso di apprezzamento rispetto al dollaro, che potrebbe diventare più evidente dall'inizio dell'estate, dopo un primo semestre in cui la forza del dollaro continuerà a pesare.

Nella prima parte dell'anno il dollaro resterà supportato dalle politiche di Trump, ma successivamente perderà smalto a causa dell'indebolimento della crescita

La normalizzazione della politica monetaria giapponese alimenterà un apprezzamento dello yen, più evidente da inizio estate

In questo contesto, il *target* per il cambio USD/JPY a fine 2025 si attesta a 130. Se l'economia americana si confermasse più forte delle attese o se l'inflazione giapponese non dovesse riuscire a risalire a sufficienza e stabilizzarsi al 2%, questo scenario dovrà essere rivisto.

Sterlina - *Decoupling* in vista tra dollaro e sterlina

La sterlina ha registrato un anno piuttosto povero di spunti: il rapporto di cambio con il dollaro non è lontano dai livelli di fine 2024, in area 1,27. Del resto, la Banca d'Inghilterra ha tenuto i tassi fermi per tutta la prima metà dell'anno, inaugurando il ciclo di tagli a luglio e intervenendo una seconda volta a novembre; nel complesso, la stretta è stata allentata di 50 punti base, contro i 75 di Fed e BCE.

Il contesto macroeconomico nel Regno Unito si conferma dinamico sul fronte della crescita, che è stata rivista al rialzo per quest'anno ed è attesa in marginale accelerazione nel 2025, mentre le condizioni del mercato del lavoro stanno diventando meno tese, pur rimanendo sbilanciate dal lato della domanda. Considerando il percorso lento e graduale di rientro dell'inflazione, pensiamo che **nel 2025 la Banca d'Inghilterra continuerà ad abbassare i tassi d'interesse con prudenza**, garantendosi margini di manovra in un contesto globale in rapida evoluzione. **Ciò offrirà un certo supporto alla sterlina**, sia rispetto al dollaro che all'euro.

Fissiamo quindi un *target* per il cambio GBP/USD in rialzo a 1,35 nel 2025, grazie alla divergenza macro fra Stati Uniti e Regno Unito e alla maggior cautela della Banca d'Inghilterra nell'allentamento della stretta monetaria. Se l'economia americana si confermasse più forte delle attese, impedendo un deprezzamento generalizzato del dollaro, questa *view* dovrebbe essere rivista.

View strategiche di mercato

AZIONI PAESI SVILUPPATI	 <p>Le prospettive per i mercati azionari globali nel 2025 restano positive, grazie al traino di una crescita economica resiliente. In particolare, la solidità dell'economia statunitense, sostenuta da consumi robusti, dovrebbe garantire una buona crescita degli utili aziendali con ricadute favorevoli sulle valutazioni, supportate anche dall'allentamento monetario.</p>
AZIONI PAESI EMERGENTI	 <p>Per quanto riguarda i Paesi emergenti, riteniamo sia opportuno attendere ulteriori indicazioni da parte delle Autorità governative cinesi riguardo all'entità e alle tempistiche del pacchetto di stimoli. Inoltre, un potenziale apprezzamento del dollaro innescato dalle politiche di Trump potrebbe impattare negativamente l'area emergente.</p>
GOVERNATIVI PAESI SVILUPPATI	 <p>Dopo un 2024 complessivamente deludente, siamo moderatamente costruttivi sui mercati obbligazionari nel 2025 e ci aspettiamo ritorni positivi. Negli Stati Uniti, i rendimenti storicamente elevati rappresenteranno la maggior fonte di reddito. In Area Euro, una crescita ancora sotto potenziale potrebbe favorire una discesa dei tassi dai livelli correnti, in particolare nella prima parte dell'anno.</p>
GOVERNATIVI PAESI EMERGENTI	 <p>L'assorbimento dello shock inflattivo e la fine del ciclo di rialzi delle Banche centrali rappresentano elementi di supporto per l'<i>asset class</i> nel 2025. Tuttavia, l'elezione di Trump e il possibile rafforzamento del dollaro costituiscono due importanti fonti di incertezza. Privilegiamo un approccio cauto.</p>
OBBLIGAZIONI CORPORATE EURO INVESTMENT GRADE	 <p>I trend macro e di politica monetaria, il quadro fondamentale e gli aspetti tecnici conservano una connotazione positiva, ma le valutazioni sono piene: privilegiamo i segmenti del mercato in cui i rischi sono meglio remunerati, come i settori non ciclici, le scadenze brevi/intermedie e il credito di qualità.</p>
OBBLIGAZIONI CORPORATE EURO HIGH YIELD	 <p>Le prospettive reddituali restano incoraggianti in termini assoluti, ma il livello elevato di incertezza sulle politiche economiche e la compressione dei premi al rischio suggeriscono il mantenimento di un approccio tattico e selettivo e un attento monitoraggio dei rischi al ribasso.</p>
VALUTE	 <p>Dollaro</p>  <p>Yen</p>  <p>Sterlina</p> <p>Il dollaro potrebbe tornare protagonista nel 2025: l'avvento di Trump innescherà nuove guerre commerciali che tenderanno a danneggiare le altre valute. Manteniamo una <i>view</i> costruttiva sullo yen per la seconda parte dell'anno, con la BoJ che continuerà ad alzare i tassi, ma restiamo più prudenti nel primo semestre. Esprimiamo infine un giudizio moderatamente costruttivo sulla sterlina in termini relativi, sulla scorta di una BoE cauta nel tagliare i tassi; preferiamo EUR/GBP a GBP/USD.</p>

Anima Investment Research & Advisory



Fabio Fois
Head of Investment
Research & Advisory
fabio.fois@animasgr.it



Miriam Berizzi
Head of Investment Advisory
miriam.berizzi@animasgr.it



Valerio Ceoloni
EM and FX Strategist
valerio.ceoloni@animasgr.it



Chiara Cremonesi
Senior Rates Strategist
chiara.cremonesi@animasgr.it



Matteo Gallone
Junior Macroeconomist
matteo.gallone@animasgr.it



Francesco Ponzano
Junior Equity Strategist
francesco.ponzano@animasgr.it



Cosimo Recchia
Senior Equity Strategist
cosimo.recchia@animasgr.it



Paolo Teruzzi
Investment Advisory
paolo.teruzzi@animasgr.it

Le opinioni e il contenuto del documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. ANIMA non si assume alcuna responsabilità in relazione all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni riportate in questo documento, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. ANIMA pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni.

Documento chiuso il 15 novembre 2024.