

Sella

SGR

Outlook Mercati 2025

A cura della Direzione Investimenti di Sella SGR

OUTLOOK 2025

Sintesi

Contesto Macro

- Negli Stati Uniti, si prevede una crescita senza rallentamenti significativi.
- In Europa, la crescita sarà contenuta, con difficoltà in Germania e Francia, mentre i paesi periferici mostreranno una crescita più robusta.
- L'inflazione dovrebbe convergere verso i target delle banche centrali sia negli Stati Uniti che in Europa.
- La BCE potrebbe tagliare i tassi quattro volte nel 2025, mentre la Fed potrebbe effettuare due tagli.
- Le misure della nuova amministrazione Trump su immigrazione, dazi e fiscal easing influenzeranno le previsioni.
- In Europa, le difficoltà politiche in Francia e Germania potrebbero indebolire ulteriormente la crescita.

Asset class governativa:

- Posizionamento moderatamente positivo in termini di Duration, con un'attenzione particolare alla parte media e lunga della curva.

Asset class corporate:

- Performance positiva nel 2024 attribuita a fattori tecnici e flussi in ingresso record di sostegno anche nel 2025.
- Default rates in contrazione sia in Europa che negli USA.

Azionario Europeo:

- Quadro complesso e incerto, ma con potenziali opportunità di crescita.
- Valutazioni compresse per la maggior parte dei settori.

Azionario Americano:

- Valutazioni elevate, ma momentum sugli utili positivo.
- Politiche tariffarie di Trump e risposte cinesi ed europee saranno fattori chiave.

Paesi Emergenti:

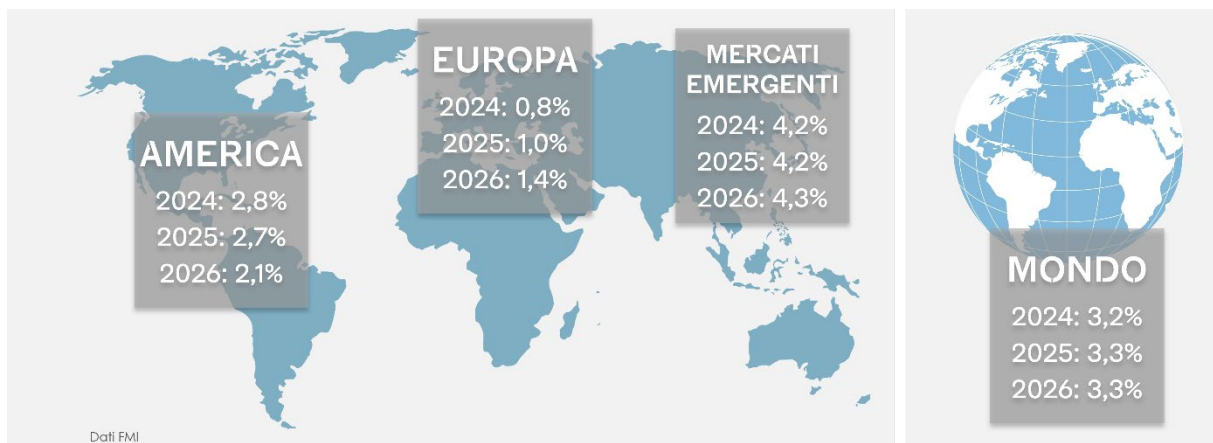
- Commercio e relazioni internazionali più sfidanti.
- La Cina mostra criticità legate alla domanda interna.

1. Contesto macro

Per il 2025, stimiamo una crescita moderata negli Stati Uniti, con un'economia che potrebbe non subire rallentamenti significativi. In Europa, la crescita sarà contenuta, con Germania e Francia che affrontano difficoltà, mentre i paesi periferici mostrano una crescita più robusta, sebbene questa potrebbe ridursi nel corso dell'anno. L'inflazione su entrambi i lati dell'Atlantico dovrebbe convergere verso i target delle rispettive banche centrali. Le previsioni forward mostrano un calo deciso sia per l'eurozona che per gli Stati Uniti. Sul fronte tassi, vediamo una BCE pronta a tagliare quattro volte nel 2025, mentre per la Fed prevediamo fino a due tagli nel corso dell'anno.



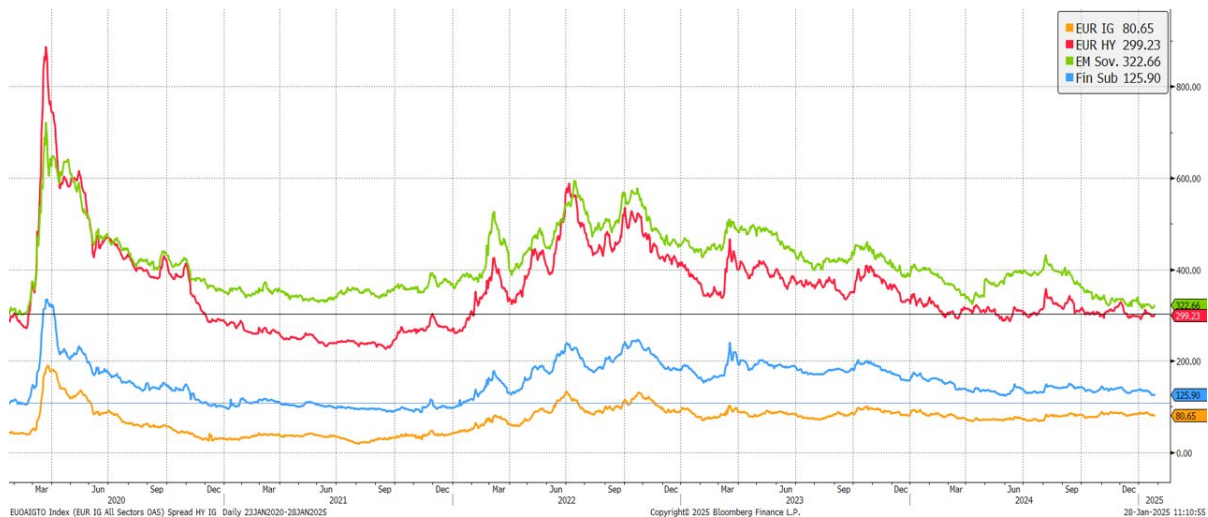
Le divergenze da queste previsioni dipenderanno principalmente dalle misure che la nuova amministrazione Trump adotterà in tema di immigrazione, dazi e fiscal easing. In Europa, la mancata convergenza sul piano Draghi e le difficoltà politiche di Francia e Germania potrebbero ulteriormente indebolire la crescita nel corso del 2025, costringendo la BCE a tagliare i tassi più velocemente. Tuttavia, vediamo uno spiraglio positivo nel piano di investimento comune per il finanziamento del settore della difesa.



2. Il comparto obbligazionario

Lo scenario delineato è positivo per l'**asset class governativa**, anche se in misura inferiore rispetto allo scorso anno. La differente dinamica di crescita tra Stati Uniti ed Europa che si riflette già oggi sugli spread dei decennali (210bps) potrebbe ulteriormente spingerli al rialzo portandoli su valori prossimi a 250 basis point. Preferiamo un posizionamento moderatamente positivo in termini di Duration (seppur in riduzione rispetto al 2024) pronti tatticamente ad adeguarla in relazione all'evoluzione dei mercati ed in relazione alla forte supply prevista per la prima metà dell'anno. La regolarizzazione della pendenza del tratto 2-10 anni della curva tedesca rappresenta una buona notizia per chi cerca premio per il rischio nel tratto 7-10 anni, che comincia finalmente a mostrare un certo appeal rispetto ai proxy del cash. Questa tendenza dovrebbe continuare in caso di un ulteriore steepening delle curve che ci aspettiamo nei prossimi mesi. Il tratto di curva 5-7 anni è quello che preferiamo essendo particolarmente cheap sia in assoluto che in termini storici.

Sull'asset class Corporate, una parte della performance nel 2024 è da attribuire a fattori tecnici, in particolare relativi ai flussi in ingresso che hanno fatto segnare livelli record, sia per il segmento Investment Grade che per quello High Yield. Sia in Europa che negli USA ci aspettiamo default rates in contrazione. In Europa è già sotto la media di lungo termine ed indicativo in tal senso è l'andamento dei bond in stress nettamente inferiori rispetto all'anno scorso: 30% in meno in US e addirittura 65% in meno in Germania. La nostra idea è che in una fase di volatilità contenuta il trend positivo possa continuare e gli spread toccare minimi assoluti, sebbene a questi livelli l'upside sia ovviamente più limitato rispetto ad alcuni mesi fa. In Europa, nonostante la situazione macro sia peggiorata nel corso del 2024, gli emittenti mostrano fondamentali solidi almeno in termini aggregati, con un leverage che è ancora sotto la media storica. Settorialmente anche per il 2025 siamo positivi sul settore financials, soprattutto nel segmento bancario: l'outlook è generalmente molto costruttivo, in tutte le aree geografiche. I ratio finanziari, ai massimi livelli da anni, rimangono indubbiamente supportivi, grazie ad una qualità degli asset sempre più forte nel sistema. Il margine di interesse del settore ha probabilmente toccato il picco, ma la redditività delle banche rimarrà forte anche in un contesto di riduzione dei tassi di interesse, che mostrano una minore correlazione con la redditività delle banche, impegnate inoltre in un percorso di crescita dei margini di intermediazione.



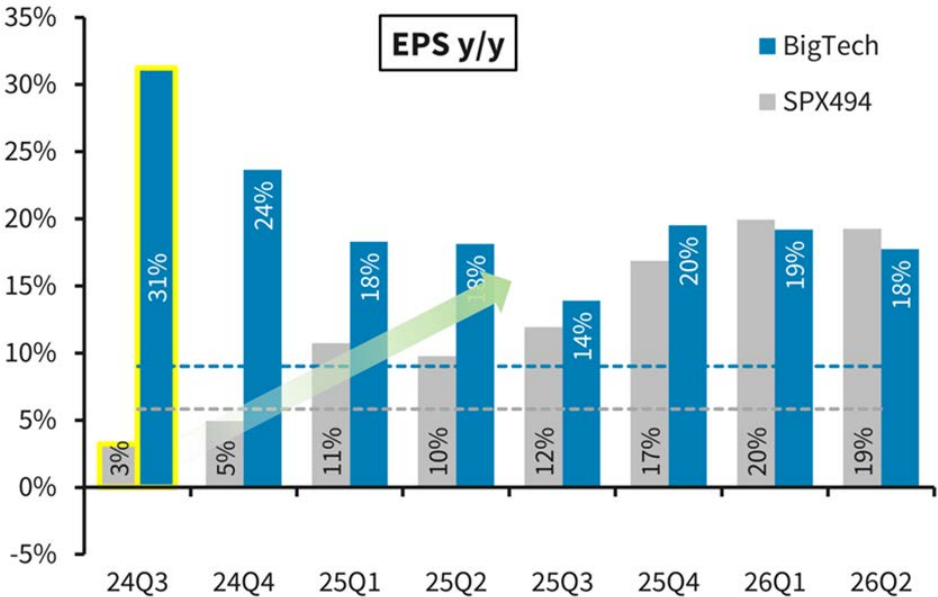
3. Il comparto azionario

L'outlook per l'azionario europeo presenta un quadro complesso, con potenziali opportunità di crescita. Le revisioni degli utili si sono stabilizzate, ma il quadro per il 2025 resta incerto. Le valutazioni rimangono compresse per la maggior parte dei settori, con eccezioni per la tecnologia e pochi altri. La ciclicità del listino europeo espone il mercato alle evoluzioni macroeconomiche che incidono sull'area. Alcuni catalyst, come un maggiore supporto fiscale dalla Germania, o una ripresa solida dell'economia cinese potrebbero sorprendere positivamente. Dall'altro lato le incertezze sulle tariffe e le politiche dell'amministrazione Trump continueranno a influenzare il mercato, generando volatilità.

L'asset class azionaria americana appare promettente: le valutazioni rimangono elevate, vicine ai massimi degli ultimi vent'anni, ma il momentum sugli utili continua ad essere positivo. Le revisioni degli utili per il quarto trimestre 2024 sono state minime, con lievi revisioni negative nei settori delle commodity, mentre i servizi di comunicazione, guidati da aziende come Meta e Alphabet, hanno visto leggere revisioni positive. Le stime complessive indicano una crescita dell'11,9%, la più alta registrata da tempo. Rispetto al 2024 riteniamo che il contributo alla performance positiva potrebbe essere data anche da ad altri settori oltre alle big tech, grazie a un ritorno della leva operativa e all'espansione dei margini. Le politiche tariffarie di Trump e le possibili risposte cinesi ed europee saranno fattori chiave da monitorare, poiché potrebbero influenzare l'inflazione e la politica monetaria della Fed, incidendo sui tassi di interesse e sulle valutazioni.

La differenza più marcata rispetto allo scorso anno pensiamo possa ritrovarsi nel recupero delle quotazioni delle società del segmento a bassa e media capitalizzazione. Queste penalizzate dalla preferenza degli investitori per le mega cap potranno riguadagnare l'attenzione in un contesto politico economico più favorevole.

I **paesi emergenti**, protagonisti di importanti recuperi nel 2024, si confronteranno con uno scenario di relazioni internazionali e commerciali più sfidante. Alcune aree potranno godere di una marcata crescita economica, mentre altre rimarranno più vulnerabili. Questo contesto influenzerà di conseguenza i mercati azionari dei singoli Paesi. La Cina in particolare mostra ancora criticità legate al recupero della forza della domanda interna. Le mosse delle Autorità hanno avuto effetti per ora limitati, ma la determinazione a mantenere la crescita del Paese vicina al 5% annuo necessita di nuovi interventi ancora incerti nella tempistica e nella volontà di attuazione. Molto dipenderà ancora una volta dalle dinamiche geo-politiche e dalla negoziazione con gli Stati Uniti.



Sella

SGR

Via Filippo Sasseti 32

20124 Milano

www.sellasgr.it

800.10.20.10

info@sellasgr.it



S32

S32