

2025: LA GRANDE INCERTEZZA

Nel nuovo anno le prospettive dell'economia americana e degli utili societari restano favorevoli cambiano però le aspettative sulla frequenza e l'intensità dei tagli dei tassi di interesse e si profila l'imprevedibilità dell'agenda economica della nuova Amministrazione: nel solco tra le attese degli utili e le incognite delle azioni di Trump si colloca la Grande Incertezza che segnerà il 2025. Nei portafogli di investimento l'invito è di "hedge your bets", coprire le scommesse direzionali

"Ahorita", in spagnolo, significa "proprio adesso", "a momenti".

In America Latina, in Colombia in particolare, la parola "ahorita" assume un significato più esteso, l'autista ti informa che l'autobus partirà "ahoritica", a momenti, invece partirà dopo due ore. Il tempo si dilata, scorre a una velocità diversa da quella del passeggero occidentale che prende la risposta dell'autista alla lettera e si aspetta che l'autobus parta nel giro di pochi minuti.

Il tempo è circolare nella Macondo di Gabriel Garcia Marquez, il presente del celebre incipit del colonnello Aureliano Buendia davanti al plotone di esecuzione lascia immediatamente il posto al passato, al ricordo del momento "in cui suo padre lo aveva condotto a conoscere il ghiaccio".

Può darsi che le scadenze fisse, ad esempio quella del Capodanno, facciano "perdere il senso della continuità della vita e dello spirito", come ha scritto un grande intellettuale italiano, eppure forniscono periodicamente l'occasione per riflettere sul tempo, sul suo inesorabile scorrere in avanti. Questi sono i giorni dei bilanci e dei progetti, dei consuntivi e dei buoni propositi, il tempo fa giustizia dell'entusiasmo ma affina l'esperienza e rende migliori, teniamolo presente mentre ci districiamo tra le numerose previsioni di come sarà il nuovo anno finanziario:

l'esperienza dovrebbe aver insegnato che le previsioni sono destinate a infrangersi come onde contro gli scogli della realtà.

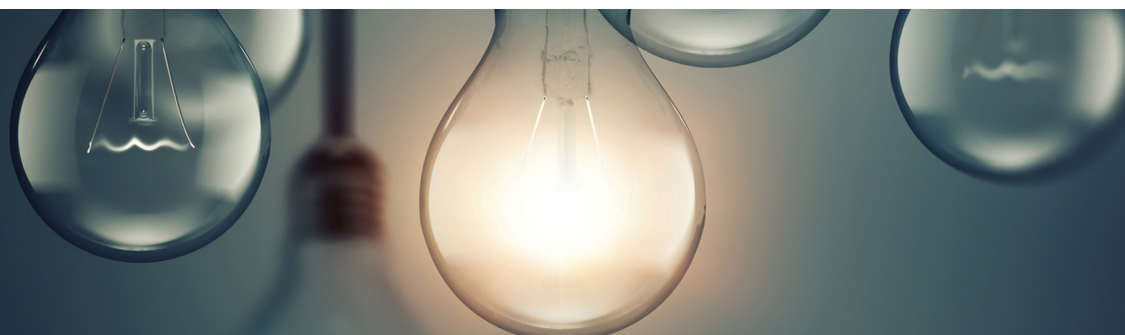
Sono anche i giorni più adatti per rivedere criticamente gli obiettivi di investimento e le asset allocation dei portafogli, un esercizio utile a ragionare sul tempo lungo, l'unico conveniente all'investitore accorto.



Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.



Prima edizione argentina di "Cent'anni di Solitudine" (1967) di Gabriel Garcia Marquez (1927-2014)



Il 2024 è stato ricco di sorprese, di trasformazioni nelle relazioni internazionali e nei mercati: il Giappone ha messo fine alla lunga fase dei tassi negativi, in agosto c'è stata la paura del crollo di Wall Street, in settembre la Federal Reserve ha tagliato i tassi, le presidenziali di novembre hanno sancito il ritorno di Donald Trump alla Casa Bianca.

Tutto sommato, è stato un anno molto generoso con gli investitori, sopra il venti percento gli indici S&P 500 e Nasdaq, soddisfacenti gli indici europei, nei mercati obbligazionari i rendimenti dei maggiori mercati sono stati compresi tra il -4% del Regno Unito e oltre il 5 percento delle obbligazioni italiane. I rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti hanno avuto una dispersione lungo la curva, la scadenza a due anni è rimasta sostanzialmente invariata nel corso dell'anno mentre i Treasury con le scadenze più lunghe si sono indeboliti sui timori per l'inflazione.

Non sappiamo come andrà il 2025, molto dipenderà da ciò che faranno la Federal Reserve e il nuovo presidente Donald Trump: se Gabriel Garcia Marquez dice di essere nato del tutto solo a nove anni, quando si ricongiunse alla madre, in sedicesimo noi possiamo scrivere che il nuovo anno comincerà davvero solo il 20 gennaio.

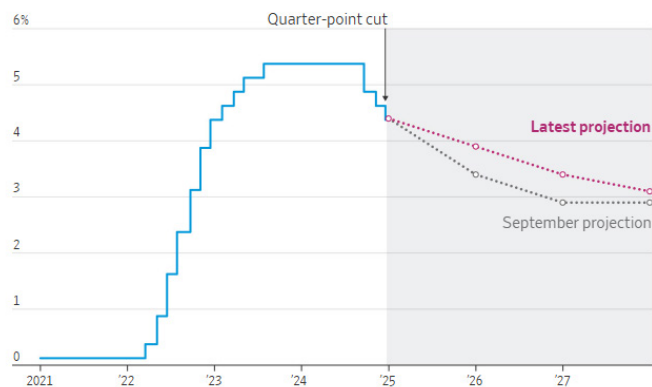
L'economia americana entra nel nuovo anno con orgogliosa sicurezza: in dicembre l'indice dei servizi misurato dall'Institute for Supply Management è salito a 54, oltre le aspettative di 53,3 e sopra il 52,1 del mese precedente, un dato che si colloca ampiamente nell'area dell'espansione. Anche il mercato del lavoro è tonico, in dicembre sono stati creati 256.000 nuovi posti di lavoro, ben oltre le attese di 155.000. il tasso di disoccupazione è al 4,1%.

Dati che concorrono alla riformulazione delle aspettative sui futuri tagli dei tassi di interesse. La discesa dell'inflazione ha permesso alla Federal Reserve di iniziare a tagliare i tassi per la prima volta dall'inizio del 2022, gran parte della volatilità del mercato azionario di quest'anno è stata originata dalle scommesse sui tempi e sull'intensità delle azioni della Fed sui tassi, tagliati anche nella riunione di dicembre, ma ciò che farà da qui in avanti è tutta un'altra storia.

La promessa di Powell di sconfiggere l'inflazione si scontra con le promesse di Trump su tasse e tariffe e gli stessi attacchi al presidente della Fed ("idiot Powell") con le brusche esortazioni a tagliare i tassi per alleggerire il costo del servizio del debito non si conciliano con le ripetute dichiarazioni del presidente della Fed sulla indipendenza sua e della banca centrale.

I prezzi dei futures sui Fed Funds hanno registrato il cambiamento, non scontano più due o tre tagli di un quarto di punto ma, al contrario, non considerano più una certezza che la banca centrale taglierà anche solo una volta nei prossimi sei mesi. Gli stessi timori stanno spingendo il rendimento del Treasury decennale al 4,7%.

L'appuntamento è alla riunione del 28 e 29 gennaio.

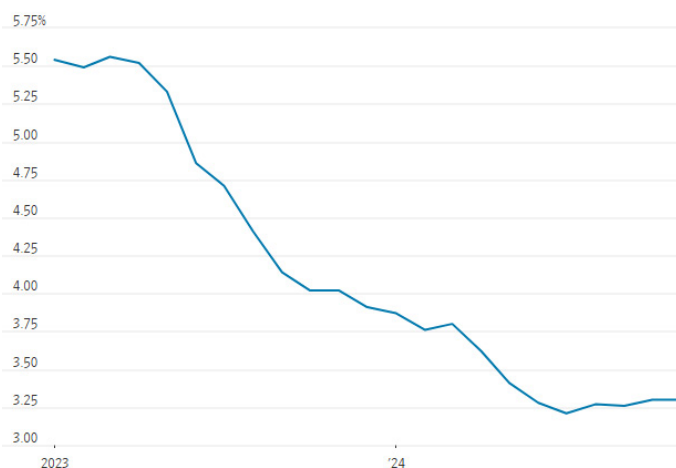


Cambiano le aspettative sui tassi. Fonte: Wall Street Journal 27 dic 2024, Federal Reserve.

Nell'equazione entra naturalmente anche la Maganomics.

I rischi e le incognite si concentrano soprattutto negli Stati Uniti che Trump sta iscrivendo al non invidiabile club degli Stati revanscisti: è vero che sarà rilevante ciò che Trump farà e non ciò che dice, ma le ripetute dichiarazioni su Panama e Groenlandia, ad esempio, hanno l'immediato effetto di dare cittadinanza alle rivendicazioni russe e cinesi su Ucraina e Taiwan.

Anche le dichiarazioni sui dazi non sono di buon auspicio: le politiche protezionistiche non fanno mai bene alla crescita economica e il loro potenziale inflazionistico limiterebbe i margini alla Federal Reserve per tagliare i tassi di interesse. Il Financial Times riporta un sondaggio in cui più della metà dei 47 economisti intervistati prevede un impatto negativo delle politiche di Trump, qualcuno si aspetta un "forte impatto negativo" e solo un quinto di essi prevede un effetto positivo.



"I dati confermano una tendenza inquietante: il calo dell'inflazione si è fermato, o perlomeno si è arrestato. I prezzi al consumo core, al netto di cibo ed energia, sono aumentati del 3,3% rispetto a un anno prima, a un ritmo simile a quello che si registra da diversi mesi a questa parte. Particolarmente preoccupante è stata l'inflazione dei servizi che, escludendo i servizi energetici, ha raggiunto il 4,6% su base annua". Fonte: WSJ 12 dic 2024.

Lo scetticismo degli economisti si specchia nell'ottimismo degli analisti che nel 2025 prevedono per lo S&P 500 una crescita degli utili del 15%, lo scorso anno era circa il 9%, "i margini di profitto netto dovrebbero espandersi fino a raggiungere il livello più alto degli ultimi dieci anni" riporta il Financial Times.

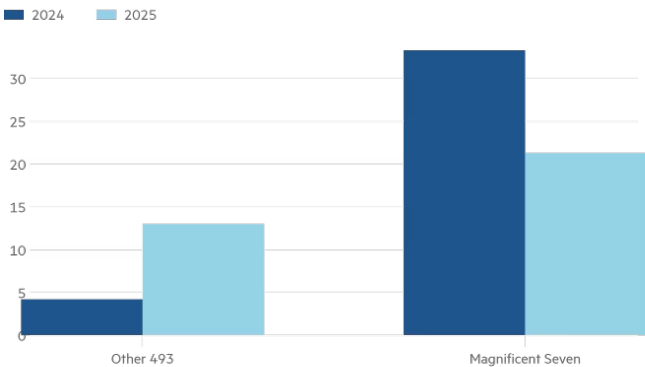
È possibile che le azioni sui dazi, sui tagli alle tasse, sulla deregulation e sulle deportazioni degli immigrati illegali vengano calibrate opportunamente e, come abbiamo ricordato più volte, conta ciò che verrà fatto e non ciò che viene dichiarato.

Trump sarà alle prese con il principio di realtà, con il trilemma delle sue promesse elettorali: non potrà avere alta crescita, bassa inflazione e debito sotto controllo. Il programma di tagli alle tasse e severe barriere doganali mal si attaglia con l'obiettivo di riportare sotto controllo debito e inflazione. Poi c'è il dollaro, la sua forza non è gradita alla nuova Amministrazione, nello staff del presidente eletto sta prendendo forma l'idea di una riedizione 2.0 degli accordi del Plaza del 1985, ipotesi davvero poco praticabile nelle attuali condizioni dello scenario internazionale; semmai, le politiche annunciate tenderanno al rafforzamento del biglietto verde e questa è la scommessa di consenso.

Se poi aggiungiamo l'incremento delle tensioni nella geopolitica e le condizioni del debito globale, ce n'è abbastanza per concludere, con Ray Dalio di Bridgewater, "hedge your bets", meglio coprire le scommesse direzionali.

Big Tech earnings are growing but other companies are catching up

Forecast earnings growth for S&P 500 companies (%)



Source: FactSet

Previsioni sulla crescita degli utili dello S&P 500: le Magnifiche Sette ancora sugli scudi ma crescono anche le altre società. Fonte: FT, FactSet.

In ogni caso, Trump dividerà la scena con le banche centrali, condannate al protagonismo riluttante anche nel 2025. In un articolo del 2023 William White auspica una loro presenza meno ingombrante, esorta a una "riforma fondamentale" della politica monetaria nelle economie avanzate.

L'interventismo delle banche centrali è stato dettato dai movimenti dell'inflazione e del mercato del lavoro ma, con le dimensioni assunte dal settore finanziario, dovrebbero essere tenute in maggiore considerazione le dinamiche del debito e del credito. Per l'ex economista della Banca dei Regolamenti Internazionali, l'eccezionalità degli interventi delle banche centrali è stata una delle maggiori cause delle crisi finanziarie che hanno concluso tre dei quattro cicli dei tassi di interesse degli ultimi quarant'anni; nel 2020 il quarto ciclo è stato interrotto bruscamente dalla pandemia. L'auspicio è che il 2025 segni il ritorno alla normalità delle politiche monetarie.

Inflazione, Trump e lo scenario internazionale costituiscono le incognite maggiori ma, tenendo i piedi nella concretezza, ricordiamo che l'eccezionalismo americano fonda su fondamentali d'eccezione, la performance relativa di Wall Street è stata alimentata dal ciclo di crescita degli utili nettamente superiore a quella di altre aree e le condizioni restano favorevoli al listino americano. È ancora la tecnologia e in modo particolare le aspettative sull'intelligenza artificiale ad alimentare la fiducia degli investitori, basterà una stagione degli utili al di sotto delle attese, o qualsiasi condizione avversa per interrompere il gioco.

Forecasters' Word Is 'Boom'



Il 7 gennaio 1973 il New York Times pubblicava, nella sezione "Economic Survey", le previsioni economiche del nuovo anno. Gli esperti erano tutti d'accordo, il 1973 sarebbe stato un anno bellissimo (già, si diceva anche allora). Il capo della redazione economica del giornale, Thomas Mullaney, cominciava il suo editoriale scrivendo che "gli Stati Uniti sono nel bel mezzo di un nuovo boom economico che potrà rivelarsi superiore in ampiezza e forza a qualsiasi altra fase espansiva della loro storia". Anche Alan Greenspan, all'epoca partner della società di consulenza Townsend, Greenspan & Co. dichiarava il suo ottimismo nella forza dell'economia e della borsa americana. Ma dopo lo scintillante primo trimestre, con la crescita economica sparata al tasso annualizzato di oltre il 10%, le cose presero una direzione diversa, la guerra del Kippur e l'embargo dei paesi produttori di petrolio fecero il resto. Nel primo trimestre del 1974 la crescita economica americana fu negativa di tre punti percentuali, la borsa si avvitò nel periodo peggiore della sua storia dopo gli anni della Grande Depressione. Una previsione sbagliata non equivale allo stigma. Mullaney era un fior di giornalista, entrato al New York Times ventenne, fu a capo della redazione economica per tredici anni. Greenspan, capo della Federal Reserve dal 1987 al 2006, non ha bisogno di presentazioni.

Nella trappola di qualche parola di troppo cadde anche Irving Fisher. Tra i primi economisti ad aver intuito e formalizzato il ruolo della quantità di moneta nel sistema economico, Fisher è più spesso ricordato per quella avventata dichiarazione nell'ottobre 1929 sul livello "stabilmente alto" dei prezzi azionari.

Il 2025 sarà l'anno della Grande Incertezza, il disincanto e il pragmatismo degli investitori saranno il contrappunto alle valutazioni via via aggiornate delle possibili fonti di rischio, le strategie e le asset allocation dovranno essere capaci di adattamento a condizioni che cambiano ed evolvono rapidamente. Le variabili saranno le medesime che hanno segnato il 2024: lo abbiamo ricordato sopra, il tempo si snoda in un ininterrotto movimento senza soluzione di continuità, indifferente come gli dei dell'Olimpo alle nostre convenzioni.

Nei portafogli bilanciati di GAM l'asset allocation è sostanzialmente quella di un mese fa: restiamo esposti agli asset rischiosi, in particolare gli Stati Uniti, per continuare a beneficiare dei loro superiori rendimenti reali ma ... "hedge your bets", meglio "coprire" le scommesse direzionali.

La Grande Incertezza suggerisce di diversificare quanto più possibile, sul reddito fisso e sul credito: la parte corta della curva continua a offrire rendimenti interessanti mentre le maggiori banche centrali sono alle prese con una inflazione più ostinata del previsto, anche le obbligazioni governative a più lunga scadenza stanno registrando rendimenti elevati, nelle ultime settimane la curva dei rendimenti si è irripidita a livelli non visti da due anni e mezzo.

Bilanciare le scommesse direzionali significa proteggere il portafoglio dagli imprevisti, spazio dunque al credito subordinato e alle obbligazioni assicurative, i Cat Bonds sono decorrelati dalle obbligazioni tradizionali, alle strategie multi-asset flessibili (quelle a bassa volatilità trovano spazio nella parte "core" del portafoglio) e a quelle neutrali al rischio di mercato (ad esempio l'arbitraggio long/short sulle operazioni M&A)

"I mercati sono sempre soggetti a turbolenze e a grandi paure ma ciò che è davvero importante è vederli con gli occhi di un pilota" diceva Gilbert de Botton, il fondatore di GAM Investments.

Parole ancora così attuali che l'Outlook del 2025 di GAM Investments è intitolato "Navigare la volatilità" che, in altre parole, significa capacità di adattamento e disponibilità al confronto, meglio se con un esperto di fiducia.

"L'unica saggezza che possiamo sperare di acquistare è quella dell'umiltà" scriveva Thomas Eliot, ed è il cuore della questione: nei mercati sono presenti asimmetrie informative, le informazioni non sono mai veramente disponibili a tutti, sono ancora troppi i risparmiatori ignari delle regole rudimentali del funzionamento dei mercati. Il paradossale "Comma 22" del risparmiatore è che coloro che ammettono la propria incompetenza e si affidano ad un esperto rivelano in realtà un grado elevato di alfabetizzazione finanziaria.

Ricordiamolo, mentre entriamo dell'anno della Grande Incertezza.



"Quella vita ch'è una cosa bella, non è la vita che si conosce, ma quella che non si conosce; non la vita passata, ma la futura. Coll'anno nuovo, il caso incomincerà a trattar bene voi e me e tutti gli altri, e si principierà la vita felice. Non è vero?"

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.