

Asset Allocation Strategica

2025

Contattaci

info@moneyfarm.com

+39 02 450 76 621

Come in tutti gli investimenti, il vostro capitale è a rischio. Il valore del vostro portafoglio con Moneyfarm può scendere come salire e potreste recuperare meno di quanto investito. Se non siete sicuri che investire sia la scelta giusta per voi, rivolgetevi a un consulente finanziario.

Questa pubblicazione non contiene e non deve essere considerata come contenente consigli di investimento, raccomandazioni personali, o un'offerta o una sollecitazione ad acquistare o vendere strumenti

finanziari. I potenziali investitori dovrebbero richiedere una consulenza finanziaria, fiscale, legale o di altro tipo prima di prendere una decisione di investimento. Questa pubblicazione è stata realizzata in collaborazione con il Moneyfarm Asset Allocation Team.

Questo materiale contiene riferimenti a strumenti che la società ha inserito nei portafogli dei clienti. Questa comunicazione non può essere riprodotta senza il consenso di Moneyfarm.

MFM Investment Ltd - Italian Branch | Sede legale: via Antonio da Recanate, 1 20124 Milano |
Sedi operative: via Antonio da Recanate, 1 20124 Milano e Viale Trieste, 163 09123 Cagliari | P. IVA
e C.F. 03681170928 | Iscritta all'albo Consob delle imprese Extra-UE n.3 | Autorizzata e regolata
da Financial Conduct Authority - Autorizzazione no.629539



Indice

Che cos'è l'asset allocation strategica	4
Lettera di Richard Flax	6
Tracciare il futuro	7
• La corsa all'oro dell'Intelligenza Artificiale	9
• Cina e Mercati Emergenti: una nuova mappa del commercio globale	13
• Il ritorno di Trump: ecco le sfide economiche della Maganomics	16
Analisi dei rendimenti attesi	20
L'ambiente macroeconomico	24
Analisi dei rendimenti attesi per asset class	26
• Azionario	26
• Obbligazioni governative	28
• Obbligazioni societarie e obbligazioni governative dei Mercati Emergenti	31
Portafogli strategici	34

Che cos'è l'asset allocation strategica

L'asset allocation strategica (AAS) riveste un ruolo fondamentale nel processo d'investimento di Moneyfarm.

Ogni anno l'asset allocation team (AAT) produce valutazioni di lungo periodo (10 anni) su tutte le principali asset class che compongono il portafoglio Moneyfarm. Queste valutazioni servono a trovare la giusta combinazione di asset per creare portafogli che soddisfino tutte le necessità di rischio e di rendimento dei clienti. Si tratta di uno sforzo complesso e cruciale, frutto di un lavoro di studio e monitoraggio dei mercati che viene condotto durante tutto l'anno.

Cosa sono i portafogli strategici?

"L'obiettivo finale di questo documento è definire le sette allocazioni strategiche che costituiscono la base dei portafogli offerti agli investitori. Queste combinazioni di asset rappresentano il risultato finale della SAA: non sono al-

locazioni operative, ma linee guida che riflettono le nostre aspettative di lungo periodo.

Va sottolineato che questi portafogli strategici forniscono un quadro di riferimento per la costruzione dei portafogli destinati ai nostri clienti. Tuttavia, l'allocazione finale dei portafogli viene anche adattata attraverso aggiustamenti tattici per rispondere alle dinamiche di mercato a breve e medio termine."

Come si ottengono i portafogli strategici?

"Per ottenere i portafogli strategici bisogna sviluppare delle previsioni sulle asset class per quanto riguarda i rendimenti attesi a 10 anni, la volatilità attesa a 10 anni, e le correlazioni tra le asset class." I rendimenti attesi sono la previsione delle potenzialità di crescita delle varie asset class da qui a 10 anni. I rendimenti attesi sono il risultato della visione della nostra squadra su come le

tendenze economiche, demografiche e sociali andranno a impattare sulla valutazione degli asset.

La volatilità attesa è una misura di rischio e viene stimata basandosi sui dati storici.

Le correlazioni ci aiutano a capire come il valore di un asset si muove rispetto a quello di un altro. Una volta individuati i tre ingredienti dell'asset allocation strategica è possibile costruire portafogli che rispettino obiettivi di rischio e rendimento di lungo termine prefissati.

Come funziona il processo di asset allocation strategica?

Si tratta di un processo qualitativo e quantitativo. Le previsioni vengono effettuate utilizzando un processo matematico, ma ci sono poi vari passaggi di controllo, validazione dei risultati e interventi da parte del nostro Comitato Investimenti.



Rendimenti attesi

Tramite la valutazione del contesto economico e del prezzo delle varie asset class, formuliamo una stima del rendimento potenziale dei prossimi 10 anni.



Stima della volatilità

La strategia non può prescindere dall'analisi del rischio. La volatilità viene stimata per ogni asset class sulla base di dati storici relativi agli ultimi 20 anni.



Correlazioni

Misurano la tendenza degli asset a muoversi in modo coordinato o opposto. Sono alla base della diversificazione: asset class che tendono a muoversi in senso opposto diminuiscono la rischiosità del portafoglio.



Profilo rischio rendimento per ogni asset class



Portafogli provvisori



Limiti

Ogni asset class presente in portafoglio non può superare i limiti previsti dal mandato di gestione, le allocazioni vengono corrette secondo i limiti prestabiliti per garantire una corretta diversificazione.

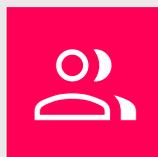


Ottimizzazione robusta

Effettuiamo delle simulazioni numeriche volte ad analizzare il comportamento dei portafogli in diversi scenari. Questo consente di stressare i nostri modelli e le nostre assunzioni e di ottenere dei portafogli robusti e pronti anche agli scenari avversi.



Portafogli strategici



Revisione qualitativa

Il Comitato Investimenti opera un controllo sui risultati ottenuti attraverso il processo quantitativo e opera correttivi se necessario.

Richard Flax
Chief Investment Officer

Cari investitori, care investitrici,



Anche quest'anno, il processo di Asset Allocation Strategica (AAS) consente al nostro Comitato Investimenti di concentrarsi sulle prospettive di lungo termine per un'ampia gamma di asset class. L'obiettivo principale è allontanarsi dal rumore quotidiano dell'economia globale e dei mercati finanziari per riflettere su dove potremmo trovarci tra dieci anni.

In un contesto più turbolento del solito, questo esercizio diventa un utile promemoria dei principi cardine di Moneyfarm: il focus sul lungo termine, l'efficienza dei costi e delle operazioni di compravendita degli strumenti finanziari, la giusta distanza dal flusso quotidiano delle notizie.

Nel processo di creazione della AAS ci focalizziamo sui principali driver macroeconomici che influenzano i rendimenti attesi di lungo termine, con particolare attenzione a **crescita economica, inflazione e valutazioni iniziali**. È un approccio prevalentemente meccanico, che lascia poco margine a valutazioni soggettive.

Come vedrete nel documento, il processo di AAS di quest'anno continua a delineare **una prospettiva complessivamente ottimistica** per i rendimenti finanziari. Sebbene leggermente meno

positiva rispetto a un anno fa, questa visione riflette in parte i robusti guadagni registrati dall'azionario globale nel 2024. I rendimenti di lungo termine dell'obbligazionario rimangono solidi, offrendo la sicurezza che anche i portafogli a rischio più contenuto possano garantire un rendimento reale per i clienti nel lungo periodo.

Cosa serve affinché queste previsioni si avverino e gli investitori possano beneficiare di questi rendimenti nel lungo termine? Ci sono alcuni punti da considerare. In primo luogo, il processo di AAS presuppone **un contesto di stabilità macroeconomica** in cui l'inflazione rimane intorno all'obiettivo del 2% fissato dalla maggior parte delle banche centrali dei mercati sviluppati, mentre l'economia globale continua a crescere, seppur a un ritmo piuttosto moderato. Tutto sommato, si tratta di un contesto abbastanza favorevole.

In secondo luogo, le valutazioni convergono verso la loro media decennale, un fenomeno che tende a **ridimensionare i rendimenti attesi negli Stati Uniti**, dove le valutazioni attuali superano la media storica di lungo termine.

Infine, ipotizziamo implicitamente che il rapporto tra utili delle aziende e PIL rimanga stabile, il che significa

che la crescita economica può essere considerata un buon indicatore della crescita dei profitti. Questo non è stato il caso degli ultimi anni nei quali i margini di profitto sono generalmente aumentati, ma non possiamo dare per scontato che questa tendenza si ripeta in futuro.

Concludo con alcuni messaggi chiave. **I rendimenti di lungo termine degli asset finanziari appaiono piuttosto solidi**. I rendimenti attesi per il reddito fisso restano robusti, con la svalutazione dei mercati obbligazionari nel 2022 che continua a supportare i rendimenti futuri grazie a tassi più elevati.

Sul fronte azionario, l'ottima performance degli ultimi anni ha avuto un certo impatto. I rendimenti attesi di lungo termine per l'azionario rimangono buoni, anche se non così elevati come quelli previsti nel 2023 e 2024.

Per qualunque domanda vi invito come sempre a contattare il nostro team di consulenza tramite i canali consueti.

Grazie per l'attenzione,

Richard Flax



Tracciare il futuro:

uno sguardo alle tendenze d'investimento di lungo termine



Il nostro processo annuale di Asset Allocation Strategica consente al team di investimento di prendersi un momento per **analizzare con maggiore profondità** le tendenze di lungo periodo e i rendimenti attesi. Elaboriamo una serie di **previsioni sui rendimenti attesi di lungo termine**, che fungono da base per la costruzione di portafogli strategici. È fondamentale sottolineare, tuttavia, che questi risultati finali derivano da un'analisi approfondita che include l'esplorazione di molteplici scenari e simulazioni dettagliate.

Nel corso del processo, consideriamo anche gli eventi che potrebbero influenzare il risultato nel lungo termine previsto dalla nostra Asset Allocation Strategica.

Nei prossimi tre articoli, analizzeremo dunque alcuni dei principali fattori che potrebbero influenzare i rendimenti attesi di lungo termine, sia in positivo che in negativo. Quest'anno abbiamo scelto di concentrarci **sull'Intelligen-**

za Artificiale, sulla Cina e i mercati emergenti e sulle **prospettive della seconda presidenza di Donald Trump negli Stati Uniti**.

Negli ultimi anni, l'Intelligenza Artificiale ha catalizzato un'enorme attenzione e ingenti investimenti. Le elevate aspettative legate a questa tecnologia sono già riflesse nei prezzi di alcune azioni, in particolare nel **settore tecnologico**, ma il suo impatto potrebbe influenzare trasversalmente un ampio ventaglio di industrie. Se la realtà dovesse soddisfare – o anche solo avvicinarsi – alle aspettative, potrebbe segnare un **cambiamento radicale nel potenziale di crescita economica**, con ricadute positive sui rendimenti degli asset.

Un altro tema cruciale riguarda le **prospettive di crescita della Cina**, che ha attraversato un periodo di performance relativamente deboli. Abbiamo esaminato le misure messe in atto dal governo per stimolare l'economia, con

un focus particolare sul **settore immobiliare**, e valutato se queste iniziative saranno sufficienti a favorire una ripresa economica sostenibile nel lungo periodo.

Infine, volgiamo lo sguardo agli **Stati Uniti**, dove la vittoria repubblicana potrebbe segnare l'inizio di **profondi cambiamenti politici**. Abbiamo valutato come queste trasformazioni potrebbero incidere sulle **principali variabili macroeconomiche** nel lungo periodo. Cambiamenti nei dazi, nella regolamentazione e nelle aliquote fiscali potrebbero influire su **crescita e inflazione a livello globale**, mentre un aumento del deficit fiscale potrebbe contribuire a mantenere elevati i rendimenti obbligazionari per un periodo più lungo.

Le potenziali implicazioni di queste dinamiche sono complesse e ricche di sfumature, ma rappresentano una guida preziosa per comprendere come le tendenze globali possono influenzare i rendimenti di lungo termine.

La corsa all'oro dell'Intelligenza Artificiale

Il lancio di ChatGPT a novembre 2022 è stato uno di quei rari momenti in grado di cambiare la prospettiva generale a una velocità incredibile. Vedere in azione questo strumento con caratteristiche quasi magiche ha squarciato uno spiraglio sul futuro. Non bisogna essere dei fini analisti o avere una particolare immaginazione per comprendere il potenziale rivoluzionario di questa innovazione.

La lampadina si è accesa nella testa di tutti: dai profani di tecnologia, fino agli investitori e ai leader aziendali. L'intelligenza artificiale (IA) cambierà tutto e potrebbe essere una delle più grandi opportunità di investimento di tutti i tempi. Ma la storia è veramente così semplice?

Le promesse dell'IA

Affascinati dalla prospettiva di una nuova rivoluzione industriale, investimenti miliardari sono usciti dai forzieri di aziende e investitori per cercare di accaparrarsi i posti in prima fila. L'ottimismo si è riflesso nei mercati, che hanno fatto registrare una delle annate migliori che si ricordi. Si tratta di **una delle maggiori corse all'oro nella storia del capitalismo**.

È difficile fare una stima di quanto sia stato investito e di quanto sarà investito. Il conto totale si conterà in trilioni di dollari. Da un punto di vista degli investimenti, proprio qui risiede la questione che guiderà le performance di mercato nel prossimo futuro. Per giustificare un investimento così ingen-

te, l'IA dovrà mantenere due promesse: la prima è che una progressiva integrazione nei sistemi aziendali generi un aumento della produttività. La seconda è che le infrastrutture che sono state costruite facilitino lo sviluppo di prodotti e servizi innovativi in grado di **trovare applicazioni in industrie diverse**.

Il mantenimento di queste promesse si misurerà sui profitti aziendali. Gli investitori cominceranno a concentrarsi sempre di più sui bilanci, con la speranza di scorgere l'inizio di una lunga coda di innovazione che potrebbe perdurare per parecchi decenni. Per chi ha investito sarà importante cominciare a vedere, in periodi relativamente più brevi, segnali nella giusta direzione; una prova che l'intelligenza artificiale è la tecnologia rivoluzionaria che tutti vedono e non uno dei più grandi abbagli della storia dei mercati finanziari.

Il boom dell'intelligenza artificiale che ha trascinato le borse, è stato guidato fino a ora da aziende specializzate (come Nvidia) e da colossi tech che stanno sviluppando i modelli linguistici. Per vedere le valutazioni confermate, vorremmo cominciare a vedere i benefici espandersi ad altre aziende e altre industrie che riusciranno a sfruttare questa tecnologia per creare prodotti innovativi e in grado di imporsi sul mercato.

La direzione degli investimenti

Ma quali sono i settori che stanno guidando gli investimenti in IA? E quali

sono gli obiettivi di questi investimenti? Per il momento i grandi numeri arrivano principalmente dai **giganti tecnologici**, che stanno investendo massicciamente sul futuro dell'IA, forti anche delle grandi riserve di liquidità che hanno accumulato negli anni. Il 40% degli investimenti in ricerca e sviluppo dell'S&P500 è generato dalle 10 maggiori aziende dell'indice.

L'IA funziona attraverso LLM (large language models) o modelli linguistici vasti. Si tratta di algoritmi di intelligenza artificiale che si avvalgono di tecniche avanzate di deep learning e di dataset estremamente ampi per comprenderne, riassumerne, generare contenuti e formulare previsioni su nuovi materiali. Questi modelli sono alla base delle diverse applicazioni della tecnologia in diversi settori e sono estremamente costosi e difficili da costruire.

Le grandi aziende tecnologiche sono impegnate in una corsa per rilasciare i modelli di nuova generazione nel tentativo di imporsi come leader in questo nuovo mercato. Il problema è che i sistemi di nuova generazione richiedono **investimenti esponenziali per venire addestrati**, potenzialmente limitando il ritorno sull'investimento.

Un altro problema è quello della disponibilità dei dati. altro problema è quello della disponibilità dei dati. Sembra un paradosso, ma per continuare a vedere un miglioramento del funzionamento dei modelli servono dati di qualità che potrebbero essere difficili da reperire. La capacità di accedere

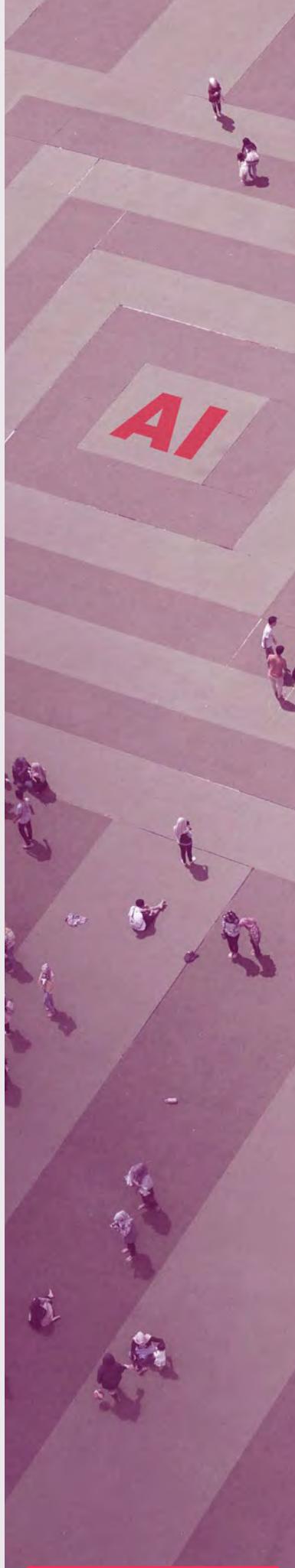
a fonti di qualità diventerà sempre più una variabile da tenere d'occhio e potrebbe trainare in negativo il ritorno sugli investimenti.

Una terza sfida riguarda i **costi energetici**, che potrebbero diventare sempre più onerosi man mano che la tecnologia evolve e il suo utilizzo diventa più diffuso.

Per il momento la sfida per sviluppare i modelli sembra limitata – se si escludono i modelli di IA cinesi – a quattro aziende: OpenAI (di cui Microsoft controlla una quota significativa), Meta, Google e Anthropic (controllata da Amazon). Tra le megacap tecnologiche, Apple sembra invece per adesso stentare a tenere il passo, tanto che ha recentemente annunciato una partnership per inserire ChatGPT nell'ultima versione del sistema operativo dell'iPhone iOS 18.1. Una mossa del genere è un testamento di quanto sia forte la preoccupazione, anche da parte di un'azienda grande come Apple, di essere tagliata fuori da questa ondata di innovazione.

La corsa alla costruzione dei grandi modelli di intelligenza artificiale sta aumentando la concentrazione negli indici borsistici. Le sette big tech americane rappresentano quasi il 35% della capitalizzazione di mercato dell'S&P 500 e hanno contribuito a oltre il 70% dei rendimenti dall'inizio del 2023. Questa sovraperformance ha anche portato a un'espansione delle valutazioni. Mentre il resto dell'S&P 500, secondo Goldman Sachs, è stato scambiato con un multiplo sugli utili a 12 mesi pari a 19x alla fine di Novembre, le 10 maggiori azioni dell'indice nello stesso periodo venivano scambiate a 29x. Se lo scetticismo riguardo alle future applicazioni dell'intelligenza artificiale dovesse prevalere, il rischio è che potremmo assistere a una normalizzazione di queste valutazioni nel medio termine.

Per giustificare queste valutazioni sarà importante cominciare a vedere una crescita dei profitti. A differenza di altre gare tecnologiche del passato, i giganti tech sono in una posizione mol-



to più forte per vincere questa scommessa e la tendenza di crescita degli utili che abbiamo visto in questi anni la rende più sostenibile, come testimoniato dal Prezzo/Utile per azione che è alto ma non fuori controllo. scommessa e la tendenza di crescita degli utili che abbiamo visto in questi anni rende la scommessa più sostenibile, come testimoniato dal P/E che è alto ma non fuori controllo.

Il secondo fronte di investimenti è quello per **accaparrarsi la tecnologia necessaria per far correre questi sistemi**: servono i data center e connettività in cloud. La domanda derivante dall'IA sta consumando rapidamente la capacità esistente, spingendo le aziende a costruire nuove strutture. Anche questo rappresenta potenziali opportunità di investimento. Lo sviluppo dei modelli linguistici (LLM) è molto dispendioso in termini di potenza computazionale. Per far funzionare questi dati servono semiconduttori noti come unità di elaborazione grafica (GPU). Un decennio di significativi progressi nelle GPU ha portato oggi a prestazioni molto più rapide ed efficienti. Questo avanzamento delle GPU ha reso obsoleta la maggior parte dell'elettronica computazionale precedente al 2020, che dovrà essere quindi rinnovata.

In questo caso Nvidia è l'azienda che si è avvantaggiata di più nell'immediato e i suoi numeri offrono una misura di quanto siano stati ingenti gli investimenti in intelligenza artificiale. I ricavi di Nvidia sono i principali beneficiari, con un aumento delle entrate annuali da 4 miliardi di dollari nel 2024 a una previsione di 61 miliardi di dollari nel 2024.

La straordinaria domanda per i processori IA di Nvidia e per gli altri prodotti e servizi correlati all'intelligenza artificiale dimostra il forte stato di salute del settore IA e il suo potenziale di crescita. Nvidia ha stimato che **la domanda totale di GPU potrebbe raggiungere i 2 trilioni di dollari**. Questo include 1 trillione di dollari dai data center e 1 trillione di dollari da lavori legati all'IA, come l'addestramento di nuovi

LLM, il machine learning e le simulazioni scientifiche.

Il terzo fronte di investimento è quello dello sviluppo della cosiddetta “killer application”, ovvero di trovare un utilizzo pratico della tecnologia in grado di muovere il mercato. Per il momento non ci sono stati casi significativi di startup o aziende in grado di portare sul mercato prodotti o servizi di intelligenza artificiale in grado di rivoluzionare il proprio mercato di riferimento.

Tuttavia, l'intelligenza artificiale sta guidando gli investimenti anche nel settore delle startup. Secondo i dati pubblicati da Crunchbase, il 35% degli investimenti in startup quest'anno è stato rivolto ad aziende che operano nell'intelligenza artificiale. È ancora presto per capire quali di queste aziende riusciranno a imporsi, ma è probabile che il nuovo ciclo di innovazione legato all'IA arriverà da settori come quello **farmaceutico**, delle **telecomunicazioni** o della **robotica**. È possibile che, a partire dal 2025, cominceremo a vedere l'IA ovunque. Se questo accadrà, allora la tecnologia avrà mantenuto la sua promessa.

Una rivoluzione della produttività

Il successo dell'IA sarà anche legato alla sua **capacità di rivoluzionare i processi produttivi**. Per il momento le aziende stanno capendo come integrare l'intelligenza artificiale nelle proprie operazioni in modo adeguato. Quelle che dichiarano di utilizzare l'IA per offrire i propri prodotti o servizi sono poco più del 5%, anche se il numero è fortemente in crescita. Nel frattempo molti lavoratori già la integrano nella loro routine quotidiana.

Un recente studio ha stimato l'incremento di produttività che l'IA potrebbe generare, analizzando tre tipologie di compiti: **servizio clienti**, **redazione di documenti aziendali semplici** e il **coding**. Facendo svolgere queste mansioni ai lavoratori con l'utilizzo dell'IA si è notato un incremento dell'efficienza medio del 66% – accompagnato, in qualche caso, anche da un aumento della qualità del lavoro.

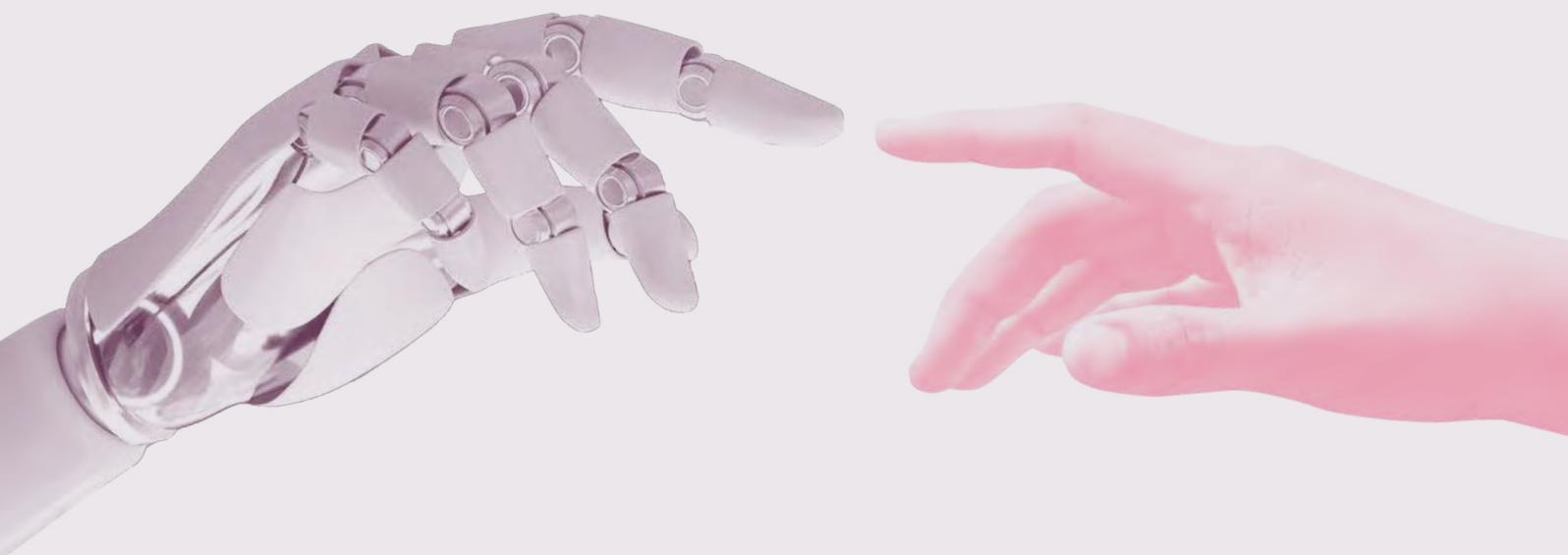
Interessante notare come le attività di servizio clienti siano quelle dove l'aumento della produttività è stato mi-

nore, mentre attività più creative hanno fatto registrare aumenti sensazionali: del 59% per la stesura dei documenti di business e del 126% per il coding.

Immaginando anche un'evoluzione dei modelli IA, con l'introduzione dei sistemi “agenti”, questi numeri sono estremamente interessanti. Per fornire un termine di paragone, la produttività media per anno è cresciuta in Europa dello 0,8% negli anni che hanno preceduto la pandemia. Pur non essendo corretto confrontare i risultati di un esperimento con medie generali, è difficile immaginare che una tecnologia capace di aumentare la produttività individuale a tali livelli non abbia **un impatto significativo sulla produttività complessiva**.

Il vero problema potrebbe risiedere nella sostituzione del lavoro umano: con l'aumento della produttività, i profitti aziendali potrebbero crescere o grazie alla riduzione dei costi (con meno lavoratori) o alla capacità di produrre più beni o prodotti di qualità superiore.

L'impatto della crescita della produttività sui bilanci aziendali po-



trebbe rappresentare un trend di mercato in grado di spingere i profitti verso l'alto nei prossimi anni. Tuttavia, è ancora prematuro cercare segnali concreti di questo fenomeno nei processi aziendali.

Sebbene richiederà tempo per manifestarsi pienamente, questo processo è già in corso sottotraccia e probabilmente inizieremo a percepirne gli effetti nel prossimo futuro. Il Global Survey sull'IA di McKinsey racconta che le aziende che hanno adottato l'intelligenza artificiale in almeno una funzione sono passate dal 55% nel 2023 al 72% nel 2024.

Un sostegno per le performance di mercato

Come gestori, il nostro compito è

quello di valutare i fenomeni economici con una lente analitica, cercando sempre di evidenziare possibili contraddizioni e rischi. Pur riconoscendo che la traiettoria potrebbe essere meno lineare di quanto ci aspettassimo, l'opportunità generata dall'IA ci sembra fuori questione. Crediamo che sarà un trend che si estenderà nel corso degli anni e che **siamo solamente all'inizio di una dinamica potenzialmente rivoluzionaria.**

Non bisogna poi dimenticare che questo sarà un **fenomeno globale.** In questo articolo ci siamo concentrati principalmente sugli Stati Uniti perché sono il Paese che si trova all'avanguardia per lo sviluppo di questa tecnologia. Anche la Cina sta sviluppando i suoi modelli, e l'uso

applicato dell'intelligenza artificiale, così come i benefici in termini di produttività, non saranno limitati ai confini nazionali.

Con il progredire della tecnologia — come con l'arrivo nel 2025 di sistemi "agenti", capaci di pianificare ed eseguire compiti più complessi — l'adozione potrebbe accelerare.

Riteniamo che l'intelligenza artificiale possa diventare uno dei maggiori acceleratori di crescita della storia economica e rappresenti **un'opportunità importante per gli investitori nei prossimi anni.** Sarà essenziale analizzare le dinamiche per individuare le strategie più efficaci che permettano all'investitore di massimizzare i rendimenti riducendo al minimo i rischi.

La prospettiva di Moneyfarm

Riteniamo che l'intelligenza artificiale rappresenti una grande opportunità per migliorare la produttività globale, anche se esistono sfide in ambiti come il consumo energetico e la regolamentazione.

Probabilmente ci vorrà più tempo per cogliere a pieno l'impatto dell'IA ri-

spetto alle previsioni più ottimistiche, come spesso accade con le nuove tecnologie, ma potrebbe comunque avere **un effetto significativo sulla crescita.** In tal caso, crediamo che lo scenario base utilizzato per la Asset Allocation Strategica potrebbe rivelarsi più conservativo di quanto previsto.



Cina e Mercati Emergenti: una nuova mappa del commercio globale

Siamo alle soglie di un nuovo ordine economico internazionale? La politica commerciale di Donald Trump potrebbe ridisegnare profondamente la mappa del commercio internazionale e i rapporti di forza tra le economie emergenti. È una svolta che non riguarda solo gli Stati Uniti, ma che **tocca ogni angolo del globo**, spingendo le nazioni che fanno parte dell'eterogeneo gruppo dei Paesi emergenti a rivedere le proprie strategie economiche e politiche.

Nonostante i recenti tentativi di questi Stati di consolidare il loro peso politico — emblematico è stato l'allargamento del club dei BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica) — emergono divergenze economiche sempre più marcate. (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica) — emergono divergenze economiche sempre più marcate. La nuova direzione impressa da Washington, destinata a inaugurare una stagione inedita di diplomazia commerciale, potrebbe non solo approfondire tali divisioni, ma anche rappresentare una vera e propria scelta di campo per molte nazioni.

E non è una questione di poco conto: con una quota media del 15% delle esportazioni globali dai Paesi emergenti, gli Stati Uniti rimangono il loro principale mercato di sbocco.

Schierarsi dalla parte giusta — essere “buoni” o “cattivi” sulla lavagna politica di Trump — potrebbe determinare la differenza tra un periodo di crisi economica e un'opportunità storica di rilancio.

Nel frattempo, la Cina, che è la più grande e la più influente tra queste economie, sta vivendo una crisi che potrebbe minare la sua futura capacità di crescita. Come investitori, che vedono il mondo emergente come un asset class, è importante valutare le dinamiche **comuni che legano la performance dei Paesi emergenti** e della Cina in particolare. In un mondo che si va sempre più polarizzando, il filo che collega queste economie potrebbe diventare sempre più invisibile, ora che le divergenze economiche cominciano a emergere sempre più chiaramente e lo schieramento internazionale richiede scelte di campo.

Cina tra ripresa e prospettive di stagnazione

La Cina si prepara per un 2025 nel quale sarà chiamata a invertire il rallentamento della crescita e dei prezzi che sta rischiando di impantanare la sua economia. La dinamica è iniziata ormai da qualche anno ed è stata innescata dall'eccessivo debito e dalla crisi del

settore immobiliare. La sfiducia si è trasmessa ai consumatori, molti dei quali hanno un'esposizione diretta al mercato del real estate. Quella cinese è una problematica relativa alla domanda: le aziende e i cittadini spendono e investono meno, il che trascina verso il basso i prezzi e rallenta la crescita.

Per dare un segnale di svolta e provare a rinvigorire l'economia, il governo di Pechino ha adottato nella seconda parte del 2024 **politiche anticicliche significative**. L'insieme delle iniziative messe in campo è molto ampio: si passa dal sostegno diretto alla capacità di spesa attraverso sussidi, fino a politiche mirate a frenare la crisi dei prezzi nel mercato immobiliare con approcci anche estremi come l'acquisto degli immobili invenduti. Anche la politica monetaria ha fatto la sua parte, tagliando i tassi di interesse e facilitando le condizioni del credito per il mercato immobiliare.

L'ultima riunione del Comitato Permanente del Congresso Nazionale del Popolo ha annunciato un piano completo di ristrutturazione del debito nascosto degli enti locali, stimato in 14,3 trilioni di renminbi (circa 1,9 trilioni di euro). Questo debito è stato sviluppato dai governi locali partecipando alla speculazione immobiliare attraverso

società satellite. Sotto pressione per rientrare dal debito, i governi locali sono arrivati persino a tagliare gli stipendi dei dipendenti pubblici. Questi fattori hanno avuto un forte impatto negativo sul sentiment, contribuendo a esacerbare ancora di più il clima di sfiducia nel Paese.

La ristrutturazione del debito rappresenta una sorta di salvataggio, concepito per affrontare definitivamente uno dei problemi cronici dell'economia. Resta tuttavia aperto il quesito se riuscirà davvero a centrare questo obiettivo.

Una “japanification” dell'economia cinese?

Sebbene il 2024 abbia segnato un parziale miglioramento nella politica economica di Pechino, è presto per vedere la luce in fondo al tunnel. Se negli ultimi mesi si sono cominciati a intravedere segnali incoraggianti sulla produzione economica e sui consumi, la crisi del mercato immobiliare sembra difficile da arginare – e il fatto che sia una crisi di domanda limita le munizioni in mano alla politica.

I prossimi anni saranno importanti per valutare **la traiettoria dell'economia cinese**. Secondo gli analisti più ottimisti, la crisi è la conseguenza fisiologica di anni di crescita ininterrotta, un salasso necessario per un'economia obbligata a sciogliere i propri nodi. Finita questa transizione e affrancatasi dal peso eccessivo del mattone, la Cina riprenderebbe il percorso di crescita tipico delle economie avanzate. Secondo altri, invece, la Cina sarebbe entrata in una dinamica simile a quella vissuta dal Giappone negli anni 90: un processo di deflazione guidato anche da fattori strutturali come il crollo demografico – si stima un calo della popolazione di 50 milioni nei prossimi 10 anni –, che condannerebbe l'economia del Paese a una stagnazione decennale.

In questo ultimo caso, l'economia sarebbe finita in **una trappola della liquidità**, rendendo le politiche monetarie ineffettive: tagliare i tassi e immet-

tere liquidità nel mercato non funziona se i consumatori sono pessimisti e le aziende focalizzate sul ridurre il debito. I prossimi anni saranno importanti per capire se Pechino sarà in grado di invertire questa dinamica.

È prevedibile che il governo non lascerà nulla di intentato: le linee guida di politica economica per il 2025 lasciano aperta la porta a un'ulteriore espansione fiscale con l'obiettivo di stabilizzare il mercato immobiliare, aumentare gli investimenti e stimolare i consumi. È anche probabile che, nei limiti di quanto lo scenario internazionale permetterà, vedremo comunque anche nuovi stimoli monetari.

La congiuntura commerciale

Come se non bastasse, nel 2025 le tensioni commerciali con il blocco occidentale potrebbero intensificarsi. Gli analisti sono divisi sull'entità dell'impatto che i dazi su tutte le merci proposti da Trump potrebbero avere sul PIL cinese. Bisognerà valutare quanto le esportazioni di Pechino verso altri mercati potrebbero compensare le perdite negli scambi con gli Stati Uniti e l'Europa. L'intensificarsi dell'attività diplomatica e l'attivismo di Xi Jinping sul piano internazionale sono da leggersi in questa direzione, anche se un primo contraccolpo negativo si è già manifestato con l'ingresso della Cina nel CPTPP, il trattato di libero scambio fra Asia e Pacifico, che sembra essersi arenato intorno alla questione di Taiwan.

Nonostante le incertezze, è certo che una nuova guerra commerciale avrebbe un impatto negativo considerevole sull'economia cinese. Le esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentano circa il 3% del PIL cinese, una percentuale significativa che non può essere facilmente compensata. Se questo scenario dovesse materializzarsi, è probabile che i policymaker cinesi introducano ulteriori stimoli per mitigare l'impatto dei dazi. Mitigare l'impatto dei dazi. Le misure potrebbero includere politiche



fiscali, monetarie e valutarie. Abbiamo avuto un assaggio di ciò con il primo pacchetto di stimolo preventivo mirato a sostenere le esportazioni. La logica dietro questo pacchetto è quella di rendere più favorevoli le condizioni per commerciare e sostenere i settori di esportazione, con l'obiettivo di trovare nuovi mercati di sbocco per le merci.

Gli effetti del dollaro forte

Gli effetti diretti e indiretti della nuova politica commerciale non si esaurirebbero con la Cina, ma potrebbero riguardare tutti i Paesi emergenti, andando potenzialmente a **ridisegnare la mappa del commercio globale**. I nuovi dazi, i tagli fiscali e il giro di vite sull'immigrazione potrebbero spingere al rialzo l'inflazione. Questo costringerebbe la Federal Reserve a mantenere i tassi d'interesse elevati più a lungo, una prospettiva già supportata dall'aumento dei rendimenti obbligazionari. Tassi più alti tendono a rendere una valuta più attraente, il che potrebbe rafforzare il dollaro.

Un dollaro forte rappresenta un problema per le banche centrali globali, poiché potrebbe accelerare i deflussi di capitale, ridurre le riserve valutarie e l'effetto di una stretta monetaria sulle economie emergenti. Una valuta più debole aumenterebbe inoltre la pressione inflazionistica già presente



in molti Paesi, poiché farebbe lievitare i costi delle importazioni e potrebbe ritardare il ritorno a un ciclo monetario espansivo per molte economie, specialmente quelle asiatiche.

Questa non è una buona notizia per molti Paesi Emergenti inclusa la Cina, che ha bisogno di ridurre i tassi di interesse nel 2025. Lo yuan ha già cominciato a deprezzarsi a partire dal taglio dei tassi di settembre, e un deprezzamento eccessivo rispetto al dollaro, pur aiutando le esportazioni, potrebbe complicare notevolmente la ripresa economica di Pechino.

Non tutti piangono

Tra le prospettive di guerra com-

merciale e il dollaro forte, il destino della Cina e degli altri mercati emergenti è segnato? Non per forza. Uno dei principali vincitori nel nuovo assetto commerciale potrebbe essere **l'India**. L'economia del subcontinente, a differenza di quella dell'altro gigante asiatico, sta attraversando una fase molto positiva. Il Paese, grazie alla sua enorme capacità produttiva e industriale, potrebbe essere uno dei principali beneficiari nel soppiantare le manifatture cinesi se queste dovessero essere colpite dalla scure dei dazi.

Queste prospettive sono confermate dalle stime della Banca Mondiale, che ha rivisto al rialzo i dati: l'India

crecerà del 7% nell'anno che termina a marzo 2025, dopo un'espansione da capogiro dell'8,2% nel periodo precedente.

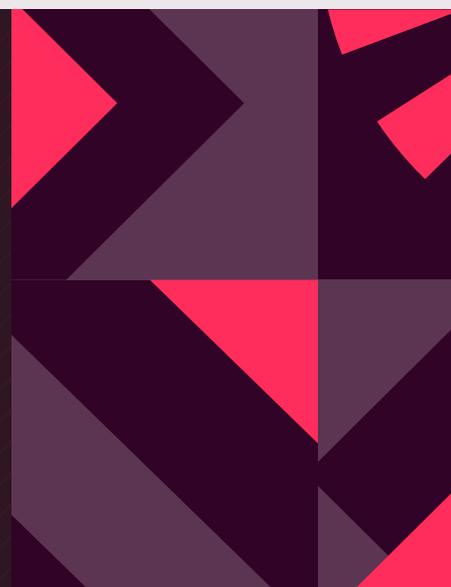
Le relazioni tra Stati Uniti e India si sono rafforzate notevolmente nel periodo tra il primo e il secondo mandato di Trump, durante il quale il Paese è cresciuto e ha guadagnato un posto di sempre maggior rilievo nello scacchiere economico internazionale: l'India è ora tra i primi 10 partner commerciali degli Stati Uniti. Tra Trump e il premier Narendra Modi ci sono affinità politiche e personali, e questa relazione speciale potrebbe rilanciare ulteriormente i rapporti tra Washington e New Delhi.

La prospettiva di Moneyfarm

I Mercati Emergenti continueranno a essere un motore fondamentale per l'economia globale nel prossimo futuro, con Cina e India in prima linea.

Prevediamo che l'economia cinese manterrà un trend di crescita, seppur a un ritmo più lento rispetto agli anni passati. Accelerare questa crescita

non sarà semplice, soprattutto alla luce del deterioramento del quadro demografico. Sebbene non possiamo escludere che il governo cinese possa riuscire a ottenere risultati di crescita migliori, al momento non è il nostro scenario principale.



Il ritorno di Trump: ecco le sfide economiche della Maganomics

Le elezioni USA del 2024 si sono concluse con una netta vittoria per Donald Trump e per il Partito Repubblicano. **La campagna elettorale del Presidente ha seguito la falsariga di quella del suo primo mandato.** Questa volta, però, Trump ha abbandonato ogni cautela. Se nel 2016 aveva dovuto negoziare le sue proposte con la componente moderata del partito, nella campagna Make America Great Again (MAGA) 2.0 la sua visione economica è emersa senza alcun filtro. Le proposte che gli sono valse l'elezione hanno l'intenzione di trasformare l'economia americana senza mezze misure.

Dalla sua parte, rispetto al 2017, avrà almeno per due anni la libertà di agire senza dover negoziare le proprie posizioni con un Congresso democratico. I Repubblicani hanno mantenuto il controllo della Camera dei Rappresentanti e conquistato il Senato. Sia la Camera sia il Senato hanno il potere di approvare le leggi. Il Senato controlla l'agenda, può ratificare trattati e confermare le nomine presidenziali. La Camera dei Rappresentanti ha la prerogativa di avviare i disegni di legge che implicano nuove entrate fiscali.

L'agenda della Maganomics

Le politiche economiche promesse da Donald Trump si snodano su tre direttrici principali: **un taglio significativo delle tasse**, accompagnato da **una massiccia deregolamentazione per rilanciare la crescita e l'economia; politiche commerciali protezionistiche**, per rimpinguare le casse statali attraverso i dazi e rilanciare l'industria domestica a discapito delle importazioni; un'analisi e valutazione della spesa pubblica – o **spending review** – che dovrebbe comportare un drastico taglio del bilancio federale, affidato alla gestione di Elon Musk.

Secondo Trump e i suoi consiglieri, l'effetto di queste politiche dovrebbe bilanciarsi e portare a un abbassamento del debito pubblico e del deficit statale. Nel breve termine, i tagli fiscali dovrebbero essere compensati dalle nuove entrate sui dazi e dalla spending review. La crescita economica dovrebbe fare il resto, riportando il bilancio statale in positivo.

Tuttavia, questa prospettiva appare irrealistica. È ragionevole aspettarsi che, anche se attuato in forma ridotta, il programma di Trump genererà una maggiore pressione sul bilancio

federale. Le previsioni di aumento del deficit a 10 anni variano da 3 trilioni di dollari, secondo la conservatrice Tax Foundation, a 7 trilioni di dollari, secondo il Penn-Wharton Budget Model.

Un aumento del deficit e del debito potrebbe avere effetti sulle prospettive di crescita economica a lungo termine, ma nel breve e medio termine questa non sembra essere necessariamente la principale preoccupazione dei mercati, che per adesso sembrano dare **fiducia all'agenda della crescita.**

Un bilanciamento delicato

La vittoria di Donald Trump ha portato con sé **un'ondata di ottimismo sui mercati azionari americani**, con gli investitori che si sono focalizzati sui potenziali benefici per le aziende. Il problema è che non tutte le politiche proposte da Trump sono considerate favorevoli alla crescita.

Il consenso tra economisti e investitori è che i dazi (insieme alle politiche sull'immigrazione) eserciteranno una pressione al rialzo sull'inflazione, mentre i tagli fiscali sosterranno gli utili delle aziende, con possibili vantaggi per gli investitori.

Da un punto di vista finanziario,

non sembra realistico immaginare che i tagli si paghino da soli, finanziandosi tramite la crescita che saranno in grado di generare. È probabile che determineranno la crescita su deficit e inflazione, con conseguente pressione sui tassi di interesse nel medio periodo, che potrebbe controbilanciare in parte la spinta ai mercati azionari arrivata dalle politiche di crescita. Una crescita economica spinta dalle politiche fiscali potrebbe avere anche l'effetto di sostenere il dollaro e le importazioni, andando a vanificare gli sforzi per ridurre il deficit relativo al commercio.

Le politiche di spending review e di taglio della spesa, pur avendo la possibilità teorica di creare efficienze nella misura in cui aiutino a finanziare i tagli fiscali, hanno nel breve termine **un effetto recessivo e deflattivo**. Esse potrebbero controbilanciare la pressione sui tassi e sull'inflazione, ma anche smorzare la crescita economica.

Il domino delle politiche
Il primo banco di prova del Presidente sarà probabilmente sui dazi, un'area dove può agire in autonomia dal Congresso. Nel 2017, passò quasi un anno dall'inizio delle investigazioni contro la Cina all'imposizione delle tariffe. Questa volta Trump ha proposto dazi molto più alti: almeno il 60% sulla Cina e dal 10% al 20% indiscriminatamente su tutti gli altri Paesi. La differenza principale è che questa misura si inserirebbe in un contesto politico più delicato, con le catene di approvvigionamento che si sono appena riprese dall'onda lunga del Covid, l'inflazione non ancora domata e un ciclo di abbassamento dei tassi non ancora concluso.

L'effetto sui prezzi potrebbe essere rilevante. Secondo gli economisti di Deutsche Bank, il piano, se pienamente attuato, aumenterebbe i prezzi al consumo negli Stati Uniti tra lo 0,75% e il 2,5%. Secondo molti analisti, i dazi contro la Cina sono quelli che hanno maggiore probabilità di essere messi in atto, mentre il tasso indiscriminato



contro gli altri Paesi potrebbe invece essere usato come strumento negoziale.

Howard Lutnick, amministratore delegato della società finanziaria Cantor Fitzgerald, nominato come segretario al Commercio, ha definito i dazi uno strumento di negoziazione, il che presumibilmente significa che Washington sarebbe pronta a moderare la propria politica una volta che gli altri Paesi faranno concessioni.

Per l'Europa, una possibile pedina di scambio potrebbe essere l'aumento delle spese militari (che andrebbe a favorire indirettamente le aziende Usa). Nell'influenzare l'andamento dei mercati anche la forma sarà importante: nei primi mesi del mandato sarà fondamentale valutare l'attitudine dell'amministrazione, se sarà improntata al dialogo o a un approccio più aggressivo.

Per quanto riguarda la politica fiscale, i tagli alle tasse sono, ora come nel 2017, la misura che più stuzzica la fantasia dei mercati. Il piano di Trump si muove attraverso due direttrici. La prima è quella di confermare i tagli a tempo rispetto alle aliquote sui redditi individuali confermati durante il suo primo mandato. L'estensione di queste misure (che scadranno nel 2025) dovrebbe essere la priorità. Questa estensione era in qualche modo attesa dal mercato, visto che faceva parte anche del programma elettorale di Kamala Harris. Trattandosi di tasse già in vigore, l'effetto sulla crescita dovrebbe essere limitato. Le altre misure, tra cui spicca il taglio delle tasse aziendali al 15%, dovrebbero **aggiungere un costo significativo al bilancio**.

Tutte le stime concordano nel collocare l'impatto sulle casse statali di questo programma nell'ordine di migliaia di miliardi di dollari nel prossimo decennio. Ad esempio, uno studio del Committee for a Responsible Federal Budget, un'iniziativa di analisi economica dell'Università della Pennsylvania, stima che il costo per il bilancio

federale delle promesse di Trump, se pienamente attuate, sarebbe di quasi 1 trilione di dollari all'anno nel caso mediano. L'aumento della spesa fiscale dovrebbe essere coperto in parte dalle tariffe e da un taglio della spesa, anche se l'aspettativa dei mercati è che almeno nel medio termine il deficit salirà, il che potrebbe risolversi in tassi più alti, andando a controbilanciare l'effetto positivo sulle valutazioni azionarie dei tagli fiscali. Se bisogna certamente fare attenzione al tema del deficit, non bisogna dimenticare che **questa misura resta sostanzialmente espansiva**. Deutsche Bank stima che un governo repubblicano unificato aumenterebbe la crescita dello 0,5% nel 2025 e dello 0,4% nel 2026.

Passiamo al capitolo spending review. Il taglio della spesa inefficiente è la chimera di tutti i governi. Chi non vorrebbe tagliare la spesa pubblica improduttiva per supportare un taglio delle tasse? Più facile a dirsi che a farsi. Ci sono due modi per tagliare la spesa pubblica: con il cesello e con la vanga. Tagliare la spesa pubblica con il cesello vuol dire ingarbugliarsi nei meandri del bilancio fino a rischiare di rendere la propria azione inefficace; tagliarla con la vanga porta di solito a risultati in termini di risparmi di bilancio, ma al costo di creare malcontento, inefficienze ed effetti recessivi.

Il fatto che questa politica sia **in mano a Elon Musk** porta con sé un certo livello di imprevedibilità. Da un imprenditore capace di tutto (nel bene e nel male), è lecito aspettarsi sia un approccio innovativo ed efficace al problema, sia un'azione che diventi ben presto motivo di controversie e di malcontento.

Gli obiettivi di Musk sono, per definizione, ambiziosi. Il funambolico magnate ha annunciato che, secondo lui, si possono tagliare fino a 2.000

miliardi di spesa pubblica o "sprechi," come li ha definiti. Si tratta del 30% dell'intero budget federale. Musk ha detto che taglierà la burocrazia e le agenzie, ma, guardando alle voci di spesa del bilancio federale, sembra difficile immaginare che si possa arrivare a un taglio di due trilioni senza toccare significativamente le pensioni, la spesa per la sanità, l'istruzione o la difesa. Ciò richiederebbe tempo, ma probabilmente sarebbe bloccato dal Congresso. **Il governo degli Stati Uniti spende il 37,5% del PIL** (meno di tutti i Paesi del G7).

Misure assistenziali come il food stamp – il programma che aiuta le famiglie a basso reddito ad acquistare cibo – e il Medicare potrebbero essere le prime a finire nella tagliola, ma si tratta di risparmi relativamente piccoli che si portano dietro costi politici non indifferenti. Quindi, se gli obiettivi dichiarati da Musk sembrano irrealistici, bisogna anche considerare che una sforbiciata alla spesa più contenuta avrebbe un impatto significativo nel supportare il taglio delle imposte (con effetti peraltro limitati sulla crescita).

Infine, c'è il capitolo deregolamentazione. Trump ha proposto una regolamentazione più morbida per le fusioni e per l'industria petrolifera e del gas. Queste misure dovrebbero favorire la crescita, aumentare la fiducia delle imprese e avvantaggiare settori specifici come quello petrolifero e finanziario. Gli effetti sull'economia più ampia, però, sarebbero difficili da prevedere (ad esempio, è dubbio che queste misure possano influire significativamente sul prezzo del petrolio, che è guidato principalmente da dinamiche internazionali).

Oltre alla portata delle proposte, il tempismo conterà molto. Visto che le misure sono pensate per compensarsi (almeno a regime), im-

plementarle in una sequenza sbagliata rischierebbe di inviare segnali ambigui al mercato. Sul tavolo dei repubblicani c'è l'idea di far passare una buona parte dei tagli fiscali, insieme ad alcuni tagli di bilancio, alla deregolamentazione energetica e alle politiche migratorie in **un unico mega decreto**. Questa tattica potrebbe avere il vantaggio di sfruttare il capitale politico generato dalle elezioni per far digerire alcune delle pillole più amare insieme ai tagli fiscali (con lo spauracchio verso il Congresso che un fallimento della trattativa sull'estensione dei tagli fiscali potrebbe portare a un nuovo rialzo delle tasse).

La fiducia dei mercati

Se guardiamo i movimenti azionari delle ultime settimane e anche a quelli delle obbligazioni e dei buoni del Tesoro Usa (con la crescita dei tassi), i mercati, per il momento, prendono più seriamente le promesse di Trump sulle tasse rispetto a quelle sul commercio. Le aspettative sono per una crescita dell'economia, dell'inflazione e del deficit. Nel lungo termine, il mantenimento di questo bilancio sarà un fattore rilevante per l'andamento dei mercati azionari globali, sia per le sue conseguenze dirette sia per gli effetti sulla politica della Federal Reserve.

Storicamente, non è stata provata una relazione chiara tra deficit e performance azionaria di medio periodo. È anche vero che, in economia, **ogni periodo fa storia a sé**. Se da una parte le preoccupazioni riguardo al deficit e alla politica monetaria persistono, dall'altra, la fiducia nell'economia americana, nel suo sistema e nelle sue aziende (che stanno guidando innovazioni chiave come l'intelligenza artificiale), spinge a guardare al futuro con ottimismo.

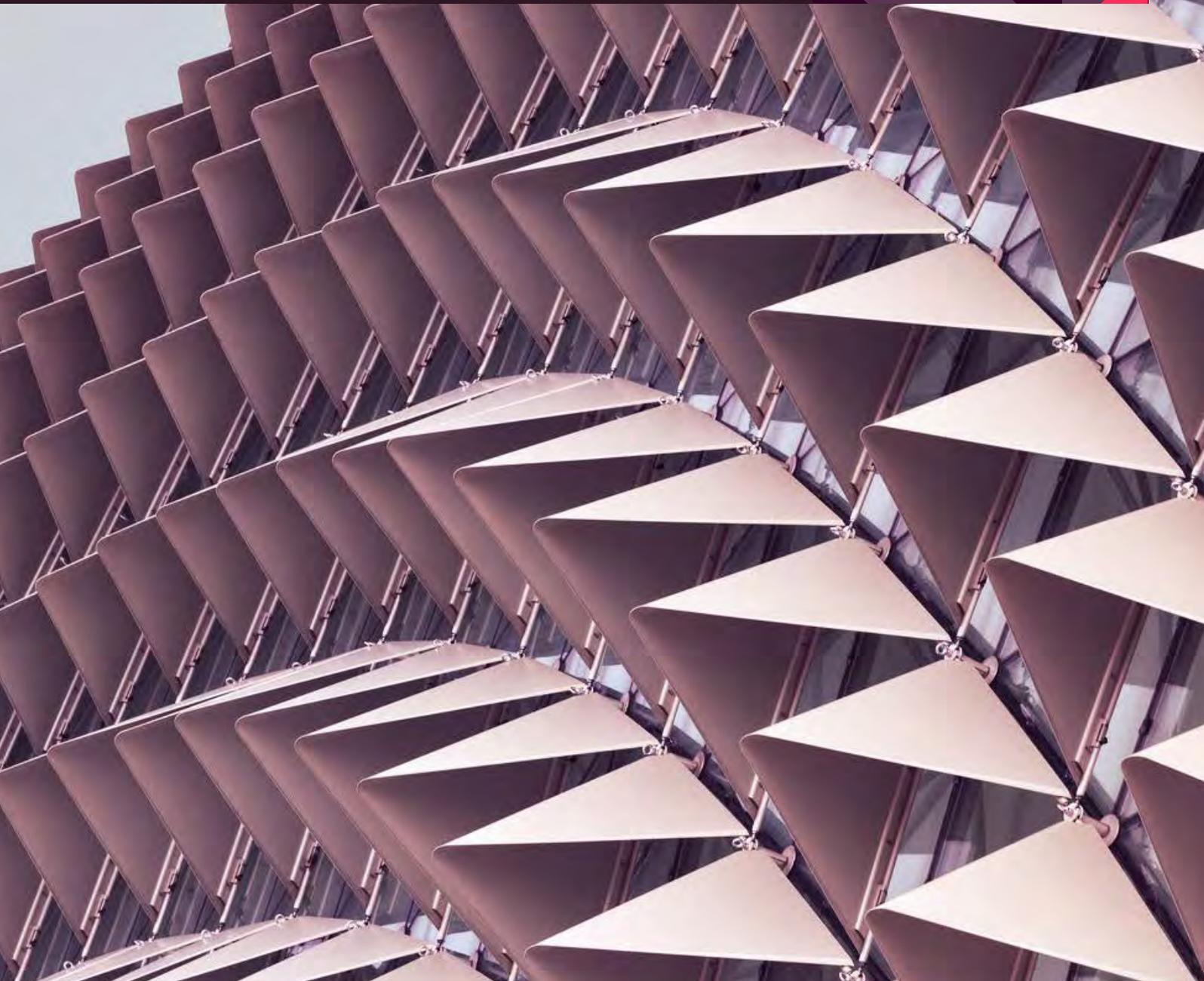
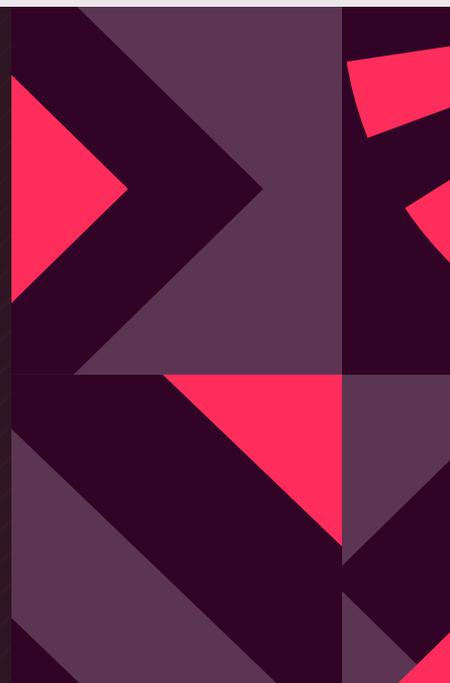
La prospettiva di Moneyfarm

Valutare l'impatto a lungo termine di un nuovo presidente è una sfida complessa. Tuttavia, individuiamo alcune tendenze chiave da tenere in considerazione.

La prima riguarda i dazi doganali, per i quali prevediamo un aumento a livello globale, in linea con il trend degli ultimi anni. Questo scenario potrebbe

rallentare la crescita economica mondiale rispetto alle attuali previsioni.

La seconda tendenza concerne i deficit fiscali: riteniamo improbabili interventi significativi per ridurre il deficit fiscale degli Stati Uniti, indipendentemente dal partito al potere. Questo potrebbe contribuire a mantenere i tassi di interesse a livelli elevati.





Analisi dei rendimenti attesi

Dopo aver esplorato la logica che guida il nostro approccio, insieme alle prospettive a breve e lungo termine, è giunto il momento di focalizzarci sulla nostra Asset Allocation Strategica. Questo processo si avvale di una serie di variabili macroeconomiche e indicatori finanziari, come le valutazioni iniziali, per stimare la performance futura delle principali asset class.

I rendimenti attesi su un orizzonte di 10 anni e la volatilità prevista per ciascuna asset class vengono utilizzati per costruire i portafogli strategici. Sono stati sviluppati sette modelli di allocazione che, secondo le nostre previsioni, massimizzano i rendimenti per ogni livello di rischio su un orizzonte decennale. **Questi modelli non corrispondono all'allocazione effettiva.** Si tratta, infatti, di linee guida che delineano le nostre aspettative di lungo periodo. Va sottolineato che **questi**

portafogli strategici fungono da riferimento per costruire i portafogli messi a disposizione dei nostri clienti.

Tuttavia, l'allocazione effettiva dei portafogli dei clienti è influenzata anche dalle scelte tattiche che adottiamo per rispondere alle dinamiche di breve e medio termine.

Al centro di questo processo, il nostro team di Asset Allocation valuta le aspettative economiche di lungo termine, tra cui la crescita del PIL e l'inflazione, analizzando il rischio e il rendimento di ogni asset class. Il team genera quindi una gamma di portafogli allineati a sette livelli di rischio definiti. Questo approccio si fonda su un'analisi tradizionale rischio-rendimento, che comprende test di scenario e stress test per garantire la solidità dei portafogli in diverse condizioni di mercato.

Nel corso del processo, utilizziamo

quattro fattori chiave per stimare i rendimenti a lungo termine: i **rendimenti storici**, che forniscono un'indicazione per le aspettative future, pur non costituendo una garanzia; le **valutazioni iniziali**, che sono un elemento fondamentale per le previsioni di lungo periodo, poiché tendono a convergere verso una media storica nel tempo; la **redditività**, cioè un'analisi degli utili aziendali per evitare di sovrastimare i rendimenti, evitando di basarci su picchi o cali temporanei della redditività; e la **crescita**, quindi un esame della relazione tra crescita del PIL e utili aziendali per stimare i potenziali rendimenti, in particolare nel caso dell'azionario.

Questo approccio fa sì che i nostri portafogli siano progettati per essere solidi, allineati agli obiettivi di lungo termine e adattabili a condizioni di mercato in continua evoluzione.

In poche parole: cosa ci aspettiamo

- ▶ In termini assoluti, **i rendimenti attesi sono positivi, sebbene generalmente inferiori** rispetto agli ultimi due anni.
- ▶ Il **premio di rendimento atteso per l'azionario rispetto al reddito fisso si è ridotto**, principalmente a causa della diminuzione dei rendimenti attesi per le azioni.
- ▶ I rendimenti attesi dell'azionario sono stati penalizzati soprattutto dalle valutazioni, mentre la crescita degli utili e i dividendi attesi (inclusi i buyback) rimangono positivi.
- ▶ I rendimenti delle obbligazioni governative nominali e indicizzate all'inflazione dei mercati sviluppati restano solidi in termini assoluti.
- ▶ La **duration continua a risultare relativamente poco attraente**, con il tasso obiettivo di lungo termine superiore ai livelli attuali in tutte le principali aree geografiche, ad eccezione del Regno Unito.
- ▶ **Il settore del credito ha perso slancio**, principalmente a causa della stretta degli spread e, per l'UE e il Regno Unito, dell'aumento dei tassi di default attesi.



In questa sezione analizzeremo nel dettaglio le previsioni di rendimento atteso per le principali asset class nel 2025.

Le aspettative di rendimento di lungo termine per il prossimo anno sono generalmente solide, con **l'azionario dei mercati emergenti** che si distingue come l'asset class con i rendimenti attesi più elevati.

Il **premio per il rischio azionario** è più

contenuto rispetto allo scorso anno, scendendo al 2,3%, rispetto al 3,6% per il 2024 e al 5% per il 2023.

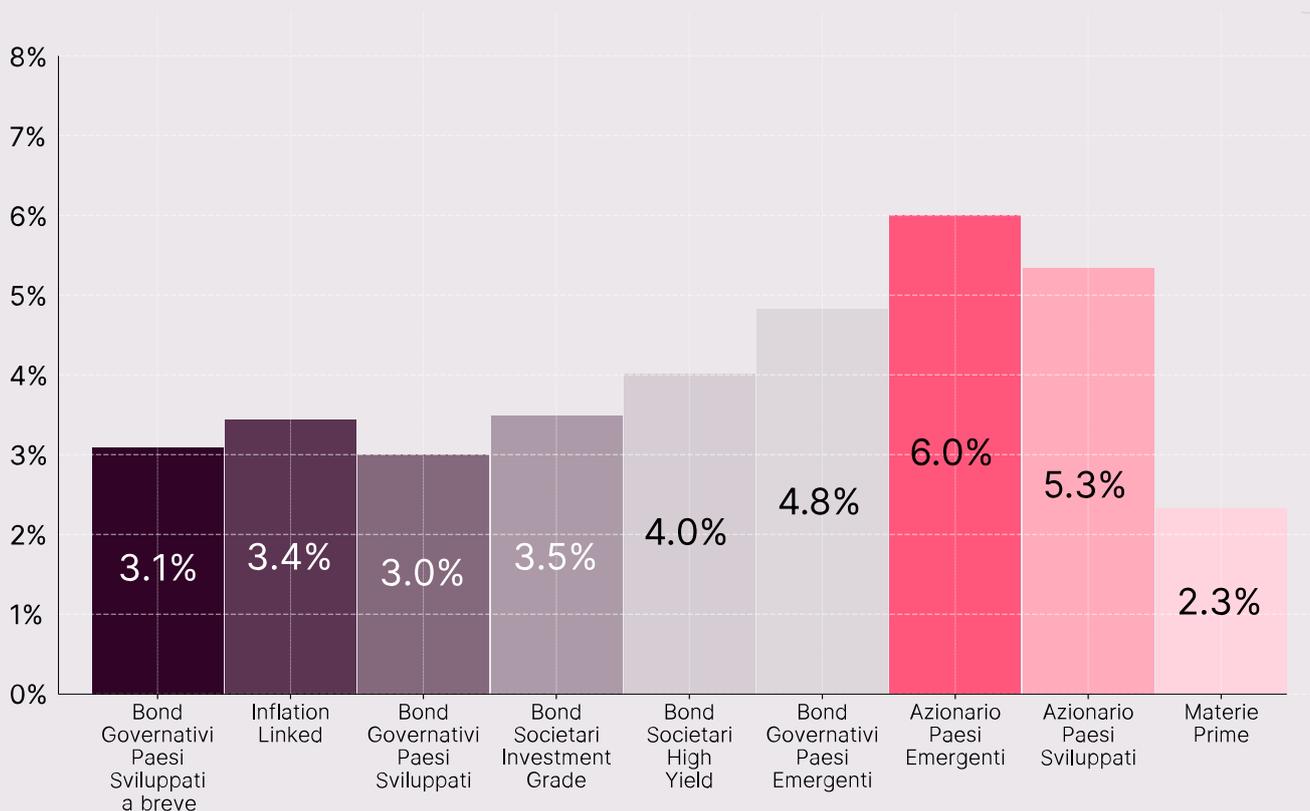
Il **rischio di duration** non sta generando rendimenti aggiuntivi; al contrario, sta esercitando un impatto negativo.

Diversamente, le **obbligazioni indicizzate all'inflazione** appaiono leggermente più attraenti, principalmente grazie alle crescenti aspettative di inflazione.

Le **obbligazioni investment-grade (IG)** e **high-yield (HY)** risultano relativamente deboli, mentre il **debito dei mercati emergenti (EMD)** offre un premio al rischio significativo rispetto ai titoli governativi.

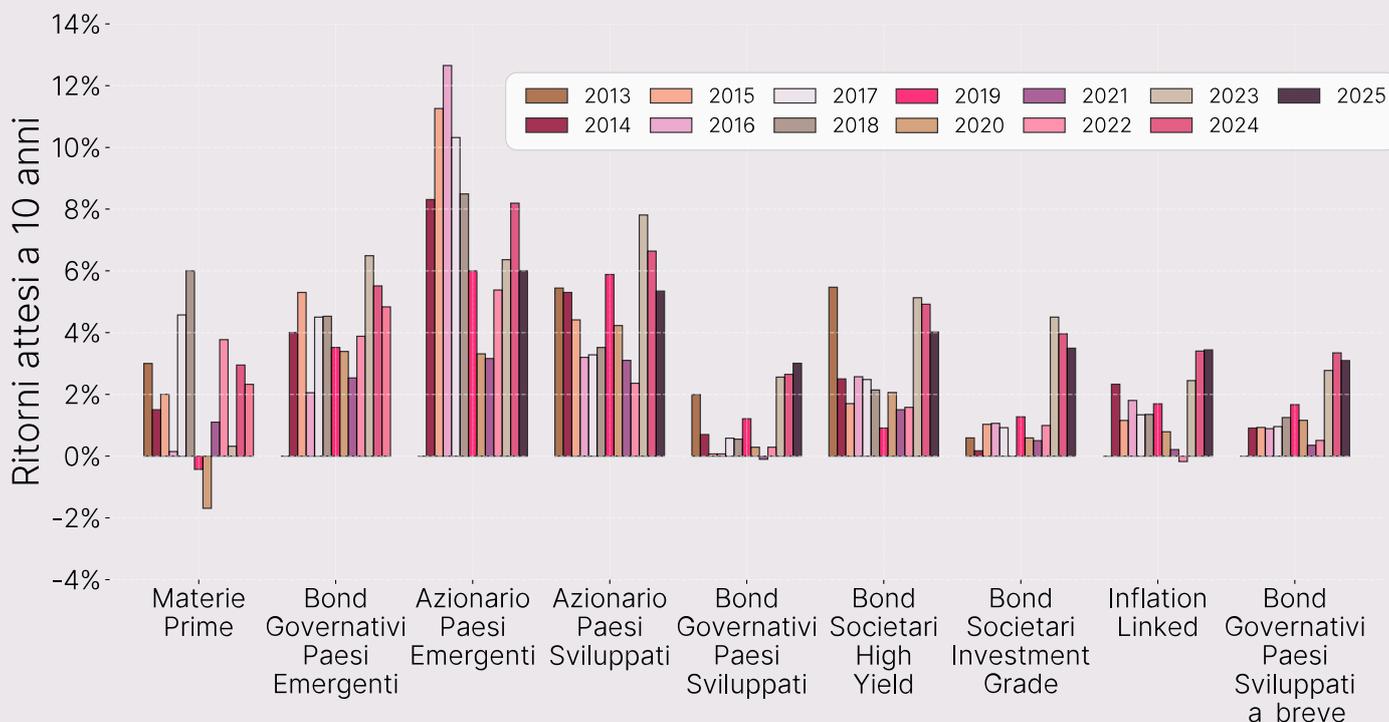
Dopo il significativo repricing dei mercati obbligazionari nel 2022, i rendimenti a lungo termine del reddito fisso risultano ora più interessanti rispetto al periodo precedente al 2022.

Rendimenti attesi per asset class



Fonte: Ricerca Moneyfarm

Rendimenti attesi a 10 anni e performance storica



Fonte: Ricerca Moneyfarm.

L'ambiente macroeconomico

L'analisi macroeconomica rappresenta un elemento fondamentale nel processo di asset allocation strategica, in quanto ci consente di **stimare la crescita degli utili nel lungo termine**, un fattore chiave per le prospettive azionarie, e gli scenari relativi ai tassi di interesse per l'obbligazionario.

Utilizziamo le stime del Fondo Monetario Internazionale (FMI) per prevedere sia il tasso terminale del mercato obbligazionario, ossia quello di equilibrio atteso al termine dell'orizzonte di

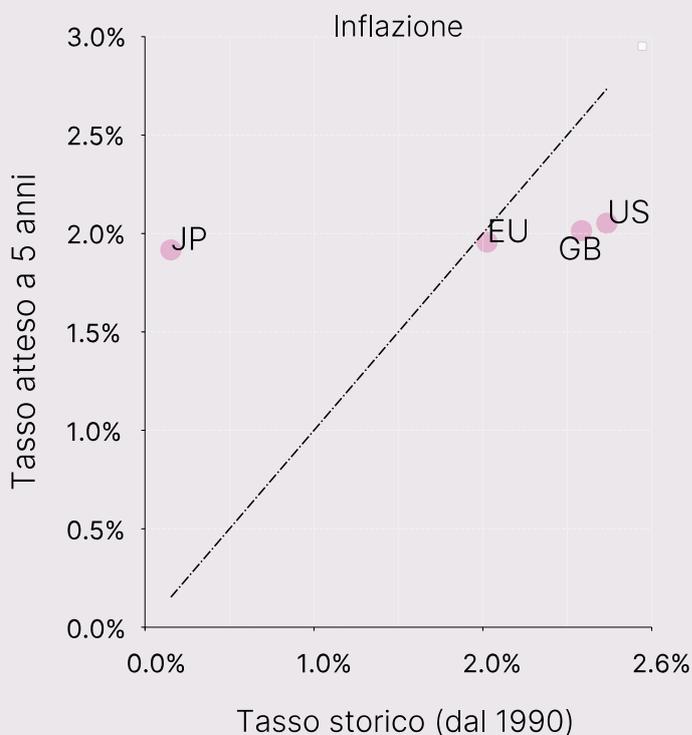
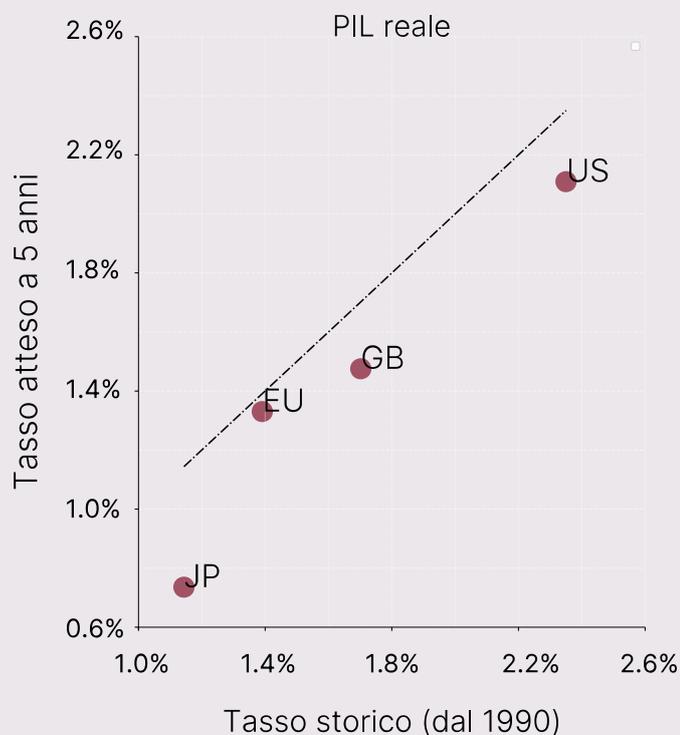
previsione strategico, sia la crescita degli utili per il mercato azionario.

Per i mercati emergenti, non consideriamo il PIL nominale, ma stimiamo la crescita degli utili sulla base delle previsioni dei volumi di esportazione, sempre facendo riferimento ai dati del FMI.

Le previsioni di lungo termine del FMI per il PIL reale sono leggermente più prudenti: per gli **Stati Uniti**, la crescita attesa nei prossimi cinque anni è pari al 2,1%, inferiore alla mediana sto-

rica del 2,4%. Tuttavia, rispetto all'anno scorso, le previsioni sono migliorate, soprattutto per l'**Europa**.

Le aspettative sull'indice dei prezzi al consumo restano generalmente sotto i livelli storici, ad eccezione del **Giappone**, ma risultano superiori rispetto allo scorso anno. Per il Regno Unito e gli Stati Uniti, le previsioni di inflazione si avvicinano al 2,5%, contro il 2% dell'anno precedente. Mentre l'UE sembra confermare il dato (2%) dell'anno scorso.



Fonte: Ricerca Moneyfarm, FMI

In poche parole: **cosa ci aspettiamo**

- ▶ **Non si prevede una recessione** nei prossimi anni.
- ▶ **Gli Stati Uniti dovrebbero continuare a crescere** senza un deterioramento significativo delle condizioni inflazionistiche. Complessivamente, il tasso medio di crescita nominale a lungo termine rimane sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente.
- ▶ Per il resto del mondo, le aspettative di crescita nominale si sono indebolite in Europa e nel Regno Unito, mentre **sono rimaste stabili per i Mercati Emergenti**.



Analisi dei rendimenti attesi per asset class

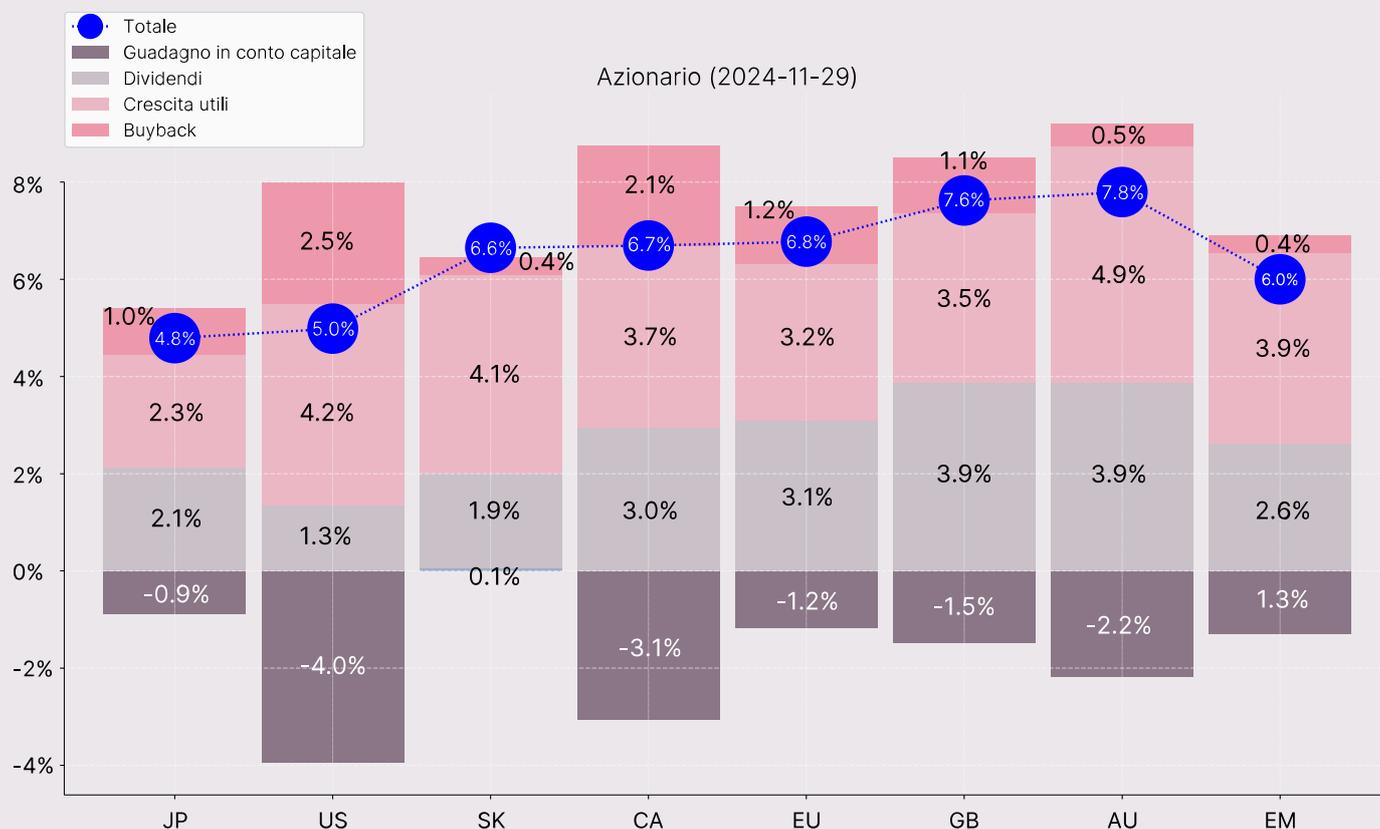
Azionario

La figura seguente mostra i diversi fattori che contribuiscono al rendimento atteso (rappresentati dalle barre colorate) e il rendimento totale atteso (indicato dai punti).

L'impatto delle valutazioni risulta negativo quest'anno, in particolare per gli Stati Uniti, dove riduce significativamente il rendimento atteso derivante dalla crescita degli utili.

Tra le principali aree geografiche di riferimento, il **Regno Unito emerge con il rendimento atteso più elevato**, grazie a una solida crescita degli utili prevista, una generosa distribuzione di dividendi e valutazioni di partenza relativamente favorevoli.

Rendimenti attesi azionari per geografia e contributori chiave



Fonte: Ricerca Moneyfarm

Ecco cosa determina i rendimenti azionari di lungo termine

Valutazioni

Le valutazioni sono un elemento cruciale perché collegano il prezzo delle azioni agli utili aziendali. In generale, valutazioni più elevate, a parità di altre condizioni, tendono a comportare rendimenti attesi più bassi nel lungo termine. Attualmente, le valutazioni di tutte le regioni sono inferiori rispetto ai livelli storici. Tuttavia **negli Stati Uniti le valutazioni sono significativamente più alte**, con i multipli che si avvicinano ai picchi del 2021. Questo fenomeno è in parte spiegato dalla concentrazione di alcuni settori, ma soprattutto dai margini di profitto più elevati delle principali aziende dell'indice S&P 500.

Se si ritiene che le principali aziende tecnologiche statunitensi continueranno a dominare il mercato e a mantenere una solida redditività, ciò potrebbe giustificare valutazioni più elevate, nonostante l'attuale livello resti comunque elevato. Tuttavia, i nostri modelli suggeriscono che le valutazioni alte negli Stati Uniti potrebbero esercitare una pressione negativa sui prezzi nei prossimi 10 anni, anche se i rendimenti attesi rimangono positivi grazie ad altri fattori.

Crescita degli utili

La crescita degli utili è un fattore fondamentale per i rendimenti azionari, poiché riflette l'espansione

prevista delle aziende che generano flussi di cassa per gli azionisti. Le nostre stime sulla crescita degli utili appaiono ragionevoli, ma più prudenti rispetto ai trend storici. Negli ultimi 10 anni, la crescita mediana degli utili per azione (EPS) negli Stati Uniti è stata dell'8,5%, mentre noi prevediamo un tasso del 4,2%, basandoci sulle proiezioni del FMI per la crescita del PIL.

Queste stime sono realistiche? Le aspettative degli analisti per la crescita degli EPS, come riportato dalle stime aggregate da Bloomberg, sono generalmente più ottimistiche rispetto alle nostre previsioni basate sul PIL nominale.

Dividendi

I dividendi e buyback rappresentano generalmente la componente meno volatile dei rendimenti azionari. È una componente di rendimento che gli investitori azionari ricevono periodicamente attraverso:

- ▶ **Riacquisto di azioni (Buyback):** le società riacquistano le proprie azioni dal mercato, riducendo il numero di azioni in circolazione. Questo può aumentare il valore delle azioni rimanenti e segnalare fiducia nelle prospettive future dell'azienda.
- ▶ **Dividendi:** distribuzioni di una parte degli utili direttamente agli azionisti sotto forma di pagamenti in denaro.

Obbligazioni Governative

Quest'anno, i rendimenti attesi per le obbligazioni governative a breve e lunga scadenza risultano piuttosto simili.

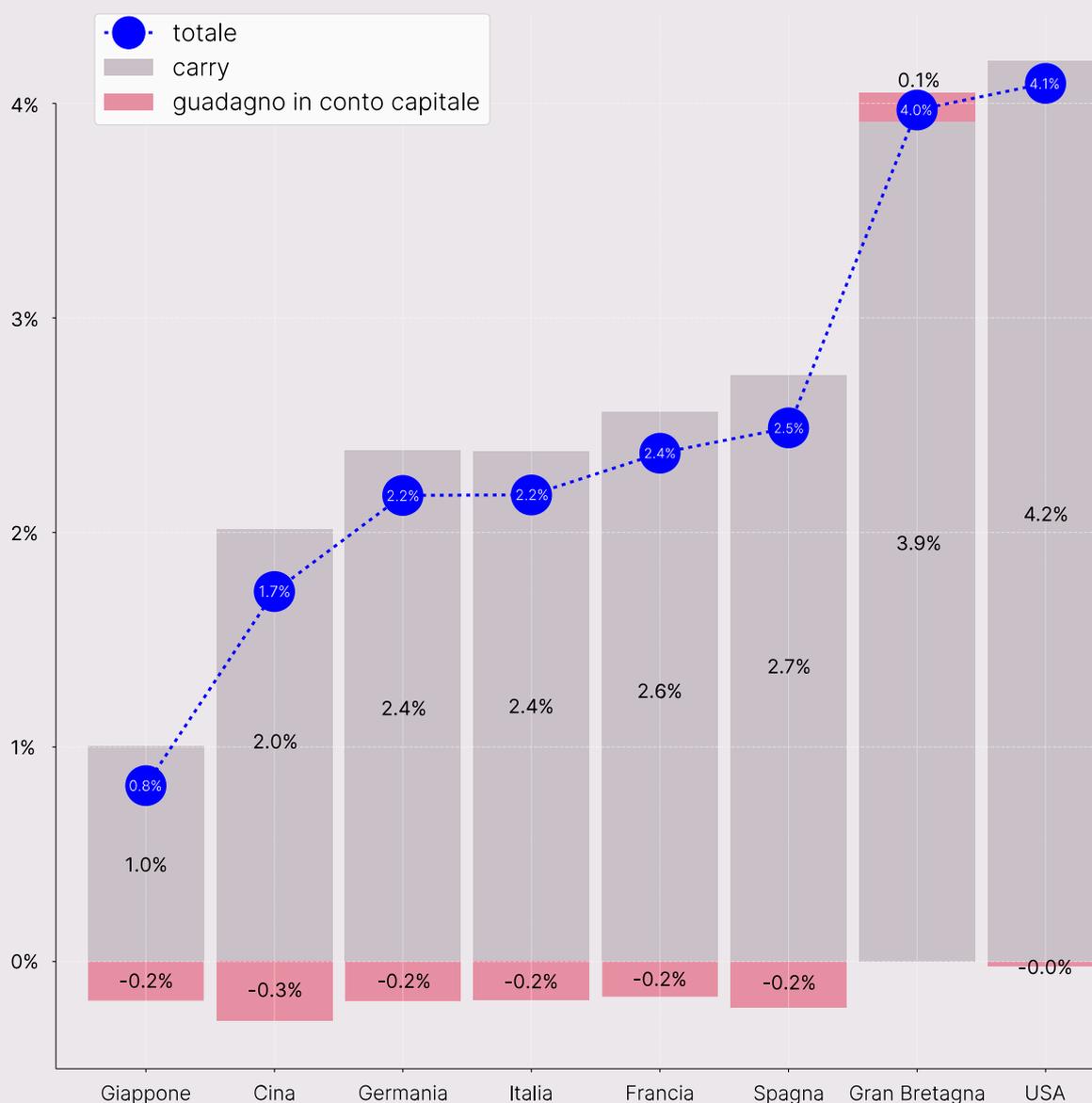
In generale, i rendimenti dei bond a breve scadenza sono più favorevoli rispetto a quelli a lunga scadenza in tutte le aree geografiche. Questo perché, considerando le attuali dinamiche inflazionistiche ed economiche, ci aspettiamo che i tassi a lungo termine, in particolare quelli decennali, tenderanno a convergere verso livelli più elevati entro la fine del nostro orizzonte strategico. In questo scenario, allungare eccessivamente la duration non risulta conveniente.

Un'eccezione significativa è rappresentata dal Regno Unito, dove questa dinamica potrebbe non riflettere

adeguatamente il premio al rischio aggiuntivo richiesto dagli investitori per i GILTs, a causa delle turbolenze politiche seguite alla crisi del governo Truss. In altre parole, la pendenza della curva dei tassi obiettivo nel Regno Unito potrebbe risultare superiore alla media storica di 0,5%.

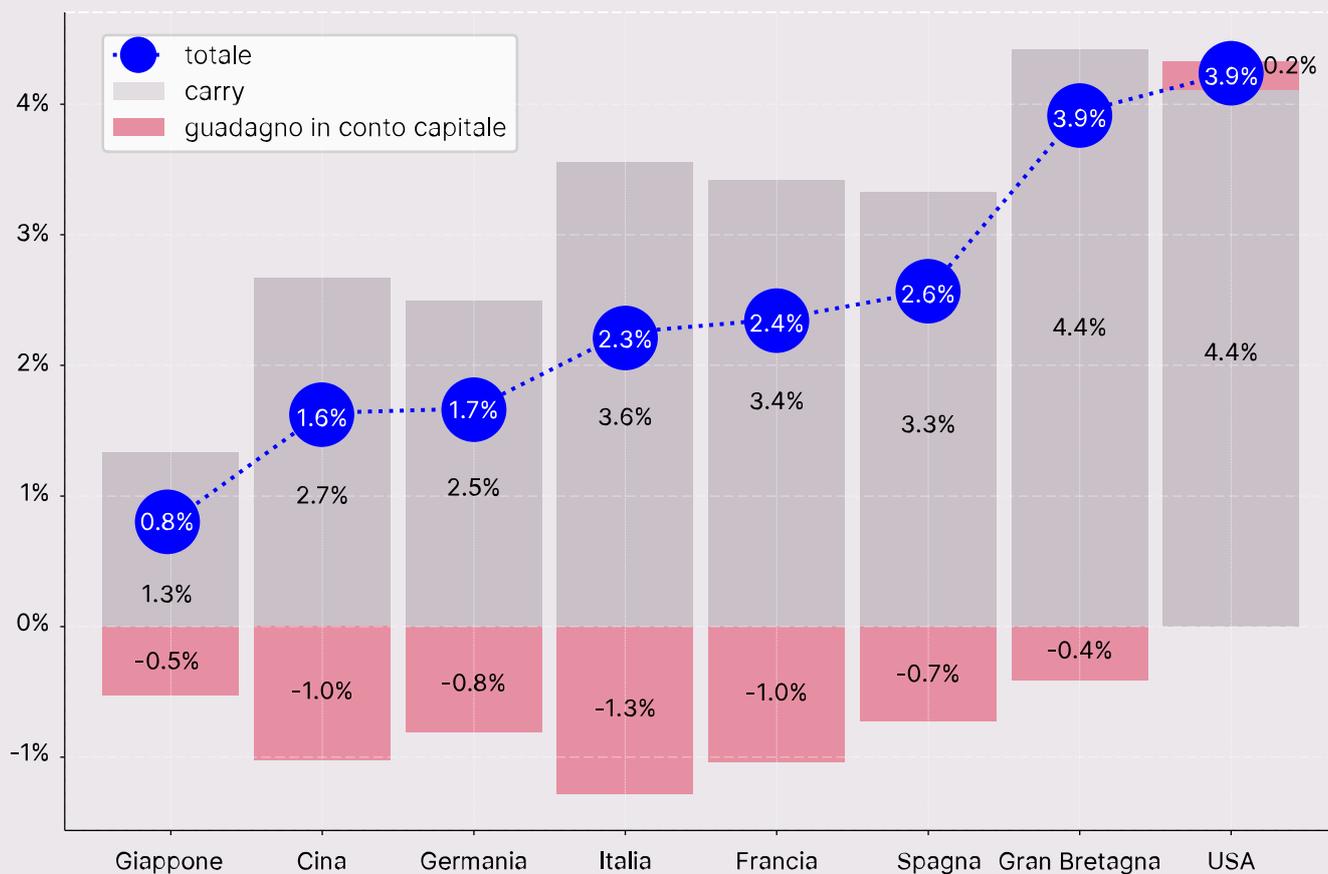
Nel frattempo, Italia e Spagna stanno ancora affrontando gli effetti della crisi dell'euro, con rendimenti attesi relativamente più elevati rispetto alla Francia. Confrontando Italia e Francia, l'analisi suggerisce che sia più probabile un aumento del premio di rischio a lungo termine per la Francia piuttosto che una riduzione di quello italiano. Tuttavia, le prospettive economiche della Spagna potrebbero giustificare una pendenza della curva dei tassi inferiore nel futuro.

Rendimenti delle obbligazioni governative a breve termine dei Paesi sviluppati



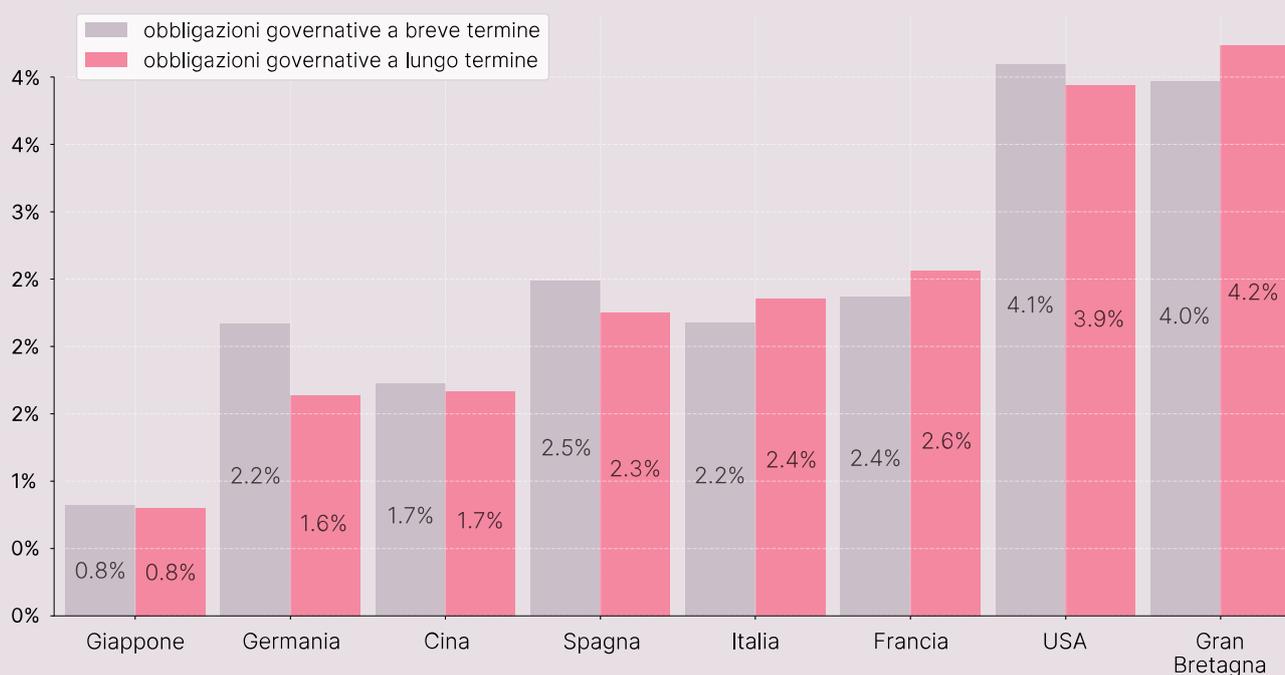
Fonte: Ricerca Moneyfarm

Rendimenti delle obbligazioni governative a lungo termine dei paesi sviluppati



Fonte: Ricerca Moneyfarm

Rendimenti attesi delle obbligazioni governative a lungo vs breve termine dei paesi sviluppati



Fonte: Ricerca Moneyfarm

Ecco cosa determina il rendimento atteso per le obbligazioni governative

Rendimento a scadenza (carry)

Può essere approssimato come il rendimento cedolare pagato dall'obbligazione per tutta la sua durata. Tassi d'interesse più alti hanno un effetto positivo sui rendimenti attesi, ma possono essere correlati a un rischio maggiore.

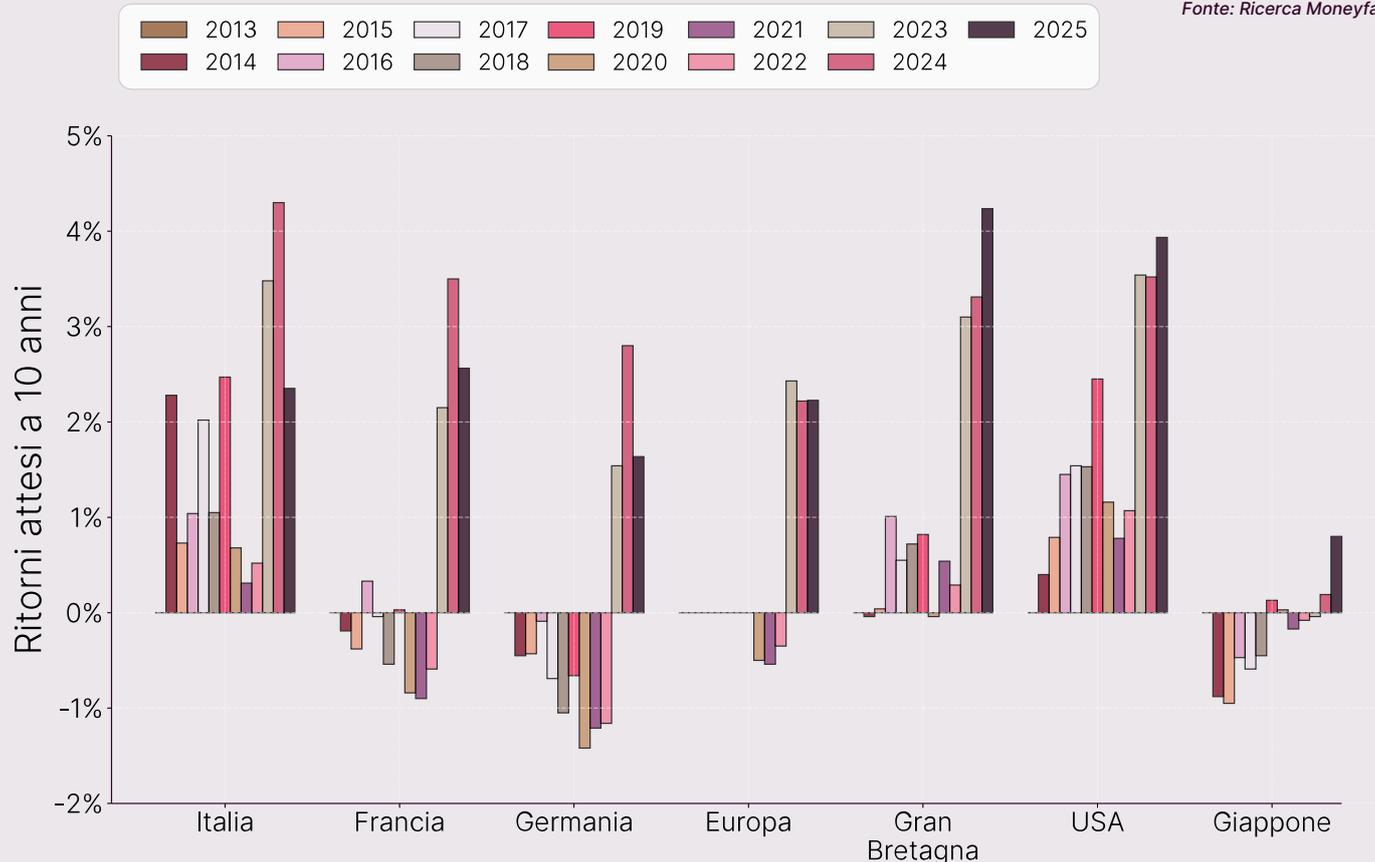
Guadagni e perdite in conto capitale

Se un'obbligazione non viene mantenuta fino alla scadenza, la differenza tra il prezzo d'acquisto e quello di vendita può generare un rendimento o una perdita. Questo prezzo è influenzato dai movimenti dei tassi d'interesse. Un livello di equilibrio più elevato rispetto all'attuale determina un incremento dei tassi di interesse, il che influisce negativamente sul prezzo dell'obbligazione.

I rendimenti attesi del reddito fisso sono ai livelli più alti dal 2015 per tutte le principali aree geografiche, ad eccezione dell'UE. In particolare, il Regno Unito risulta particolarmente attraente, con un rendimento atteso a lungo termine del 4,2% per le obbligazioni governative a lunga scadenza.

Obbligazioni governative a lungo termine - ritorno atteso anno per anno

Fonte: Ricerca Moneyfarm



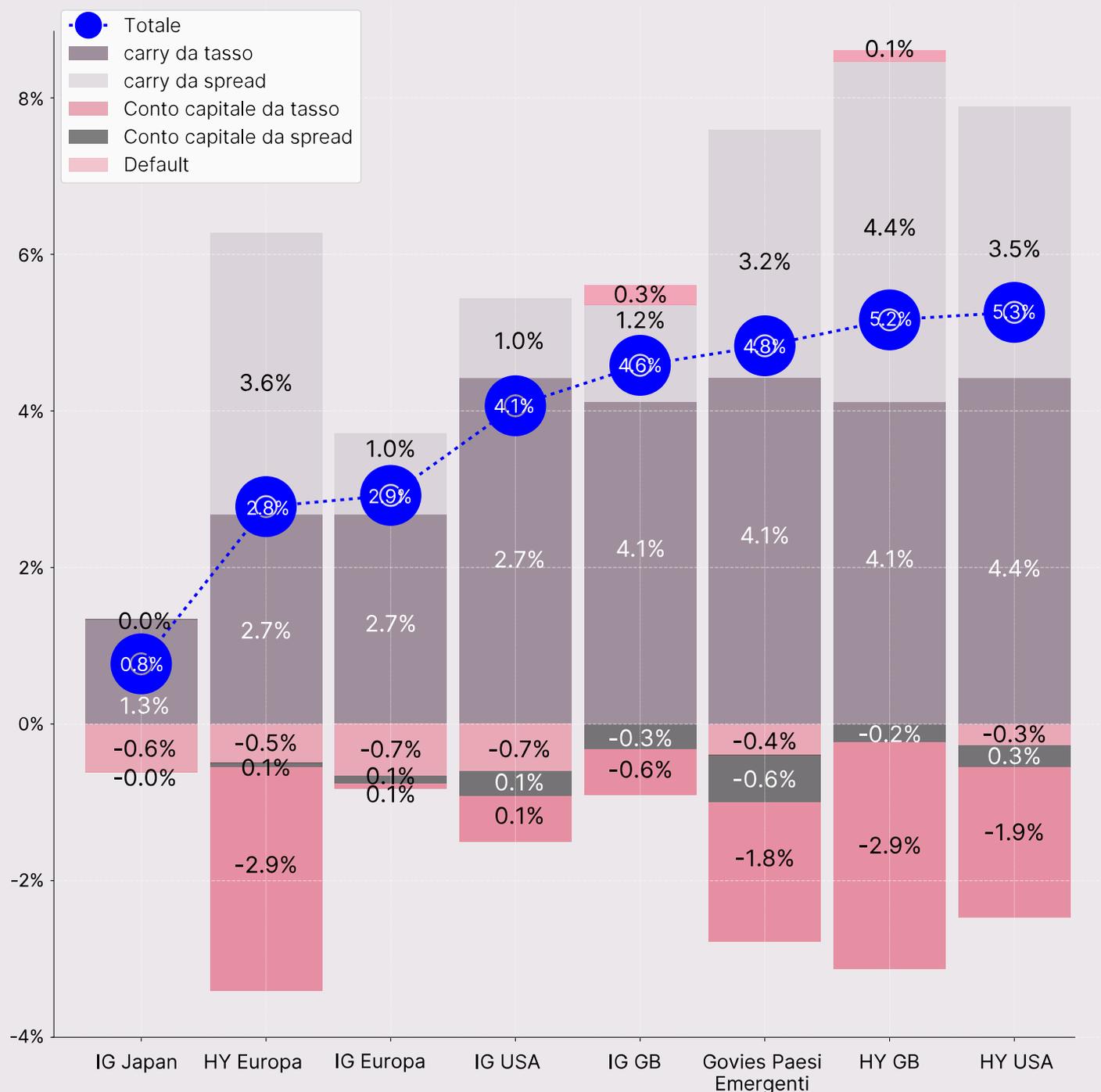
Obbligazioni societarie e obbligazioni governative dei Mercati Emergenti

Il mercato del credito si mantiene complessivamente stabile, ma gli spread più stretti e l'aumento dei tassi di default attesi hanno in generale deteriorato le prospettive rispetto allo scorso anno.

Le **obbligazioni high-yield (HY) statunitensi** emergono

come le più promettenti, mentre l'outlook per le controparti europee appare più debole, principalmente a causa di un tasso di default atteso elevato, che ha ridotto i rendimenti attesi, portandoli a un livello inferiore rispetto alle obbligazioni investment-grade.

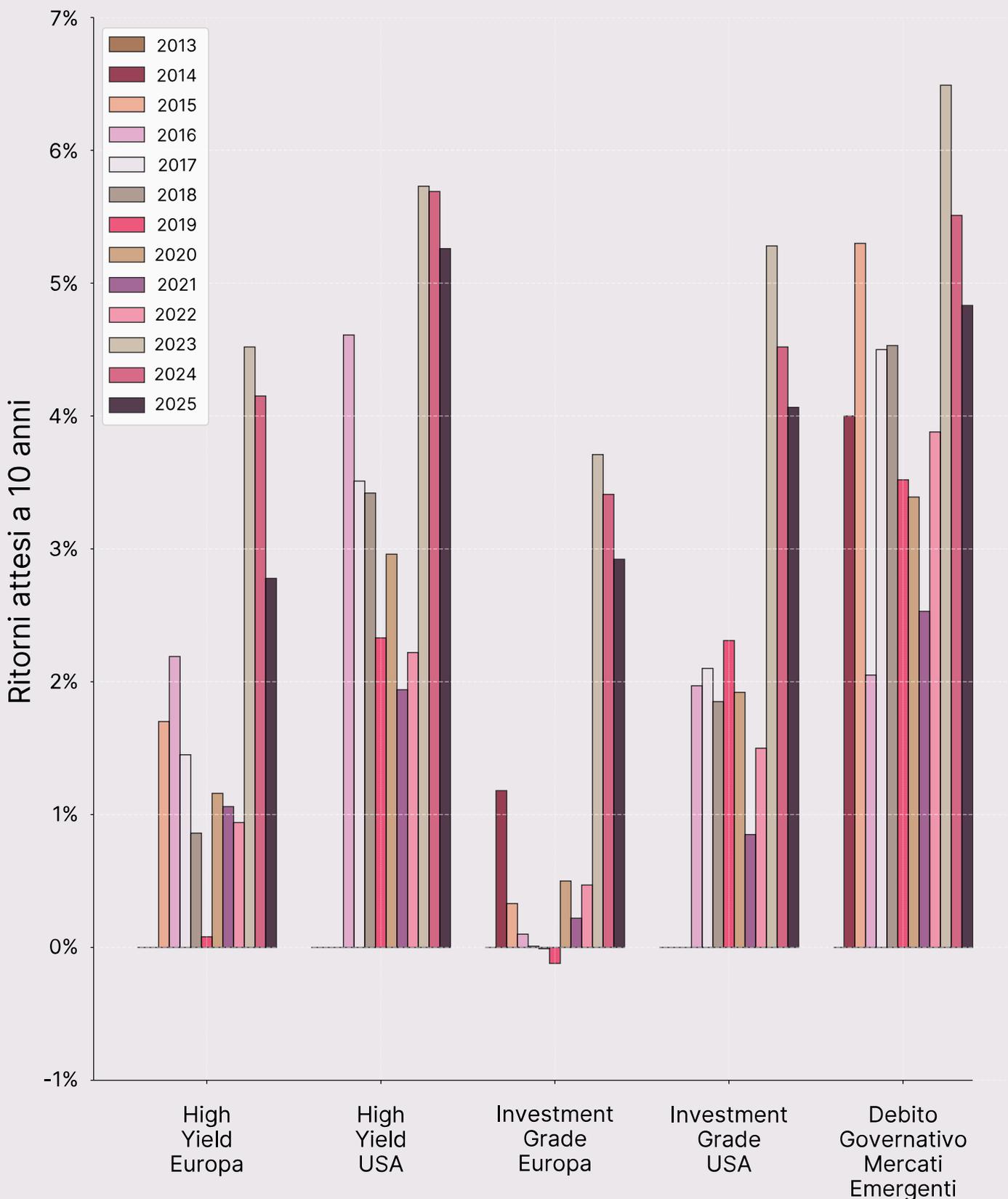
Rendimenti attesi del credito e del debito Mercati Emergenti



Fonte: Ricerca Moneyfarm data as of 29.11.2024

La nota positiva è che i rendimenti attesi restano tra i più elevati mai registrati da noi per la maggior parte delle sottosezioni di questa asset class.

Rendimenti del credito rispetto alla storia



Fonte: Ricerca Moneyfarm

Ecco cosa determina il rendimento atteso per le obbligazioni societarie

Rendimento a scadenza (Yield to maturity):

Il rendimento a scadenza rappresenta la miglior approssimazione del rendimento cedolare non solo per singoli bond, ma anche per portafogli e indici utilizzati in questo caso. Tassi di interesse più elevati sono positivi per il rendimento atteso, ma potrebbero riflettere un rischio maggiore. Il rendimento a scadenza delle obbligazioni corporate è misurato in termini di spread rispetto alle obbligazioni governative prive di rischio. Lo spread rappresenta il premio per il rischio pagato dalle obbligazioni corporate.

Guadagni/perdite in conto capitale:

Se un'obbligazione non viene de-

tenuta fino a scadenza, la differenza tra il prezzo di acquisto e quello di vendita può generare un guadagno o una perdita. Questo prezzo è influenzato dai movimenti dei tassi di interesse e degli spread. Incrementi dei tassi di interesse o degli spread incidono negativamente sul prezzo delle obbligazioni.

Default atteso:

Il tasso di insolvenza dell'obbligazione. Questa componente tende a essere correlata al rischio di credito, cioè il rischio che il debitore non sia in grado di adempiere ai suoi obblighi di pagamento di interessi e di rimborso del capitale. alle obbligazioni governative prive di rischio. Lo spread rappresenta il premio per il rischio pagato dalle obbligazioni corporate.

Portafogli strategici

L'ultima fase del processo di allocazione strategica degli attivi consiste nella creazione dei **nostri portafogli strategici**.

Una volta definito lo spettro dei livelli di rischio, selezioniamo combinazioni di asset che ottimizzano il rendimento atteso per ciascun portafoglio.

Individuare la composizione ottimale richiede un'**attenta valutazione dei rendimenti attesi, della volatilità prevista** e delle **correlazioni tra le diverse asset class**. Per integrare efficacemente questi tre aspetti, applichiamo modelli matematici avanzati, includendo misure di salvaguardia volte a

evitare una sottostima del rischio.

Successivamente, vengono eseguiti **rigorosi controlli di qualità** sia nella fase di input che in quella di output. Ogni ipotesi, inclusi il livello di rischio delle asset class, le stime dei rendimenti attesi e i potenziali benefici della diversificazione, viene attentamente verificata dal team di Asset Allocation e sottoposta alla revisione del Comitato di Investimento.

Il risultato finale è una gamma di portafogli strategici progettati per ottimizzare il rendimento atteso in funzione del livello di rischio dell'investitore.

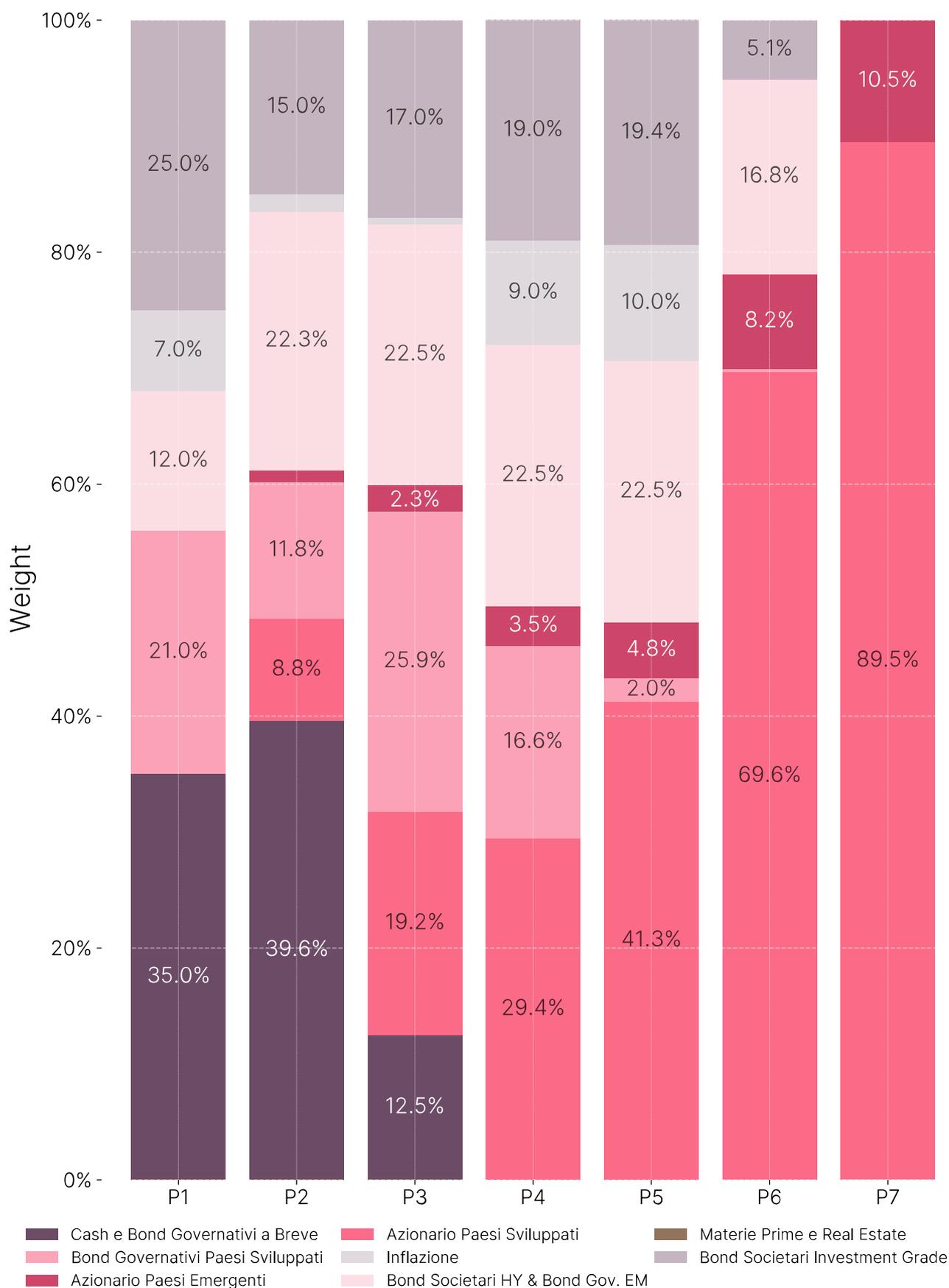
Ecco **i nostri portafogli strategici**

per il 2025, che riflettono le nostre previsioni sull'andamento dei mercati nei prossimi 10 anni. **Questi portafogli non corrispondono all'allocazione effettiva**. Si tratta, infatti, di linee guida che delineano le nostre aspettative di lungo periodo.

Va sottolineato che **questi portafogli strategici fungono da riferimento per costruire i portafogli messi a disposizione dei nostri clienti**. Tuttavia, l'allocazione effettiva dei portafogli dei clienti è influenzata anche dalle scelte tattiche che adottiamo per rispondere alle dinamiche di breve e medio termine.

In poche parole **la nostra Asset Allocation Strategica**

- ▶ **I rendimenti attesi sono inferiori rispetto allo scorso anno**, in parte a causa delle solide performance registrate nel 2024, che hanno visto un aumento sia degli utili che delle valutazioni.
- ▶ Il processo di Asset Allocation Strategica (AAS) adotta un approccio conservativo per prevedere i rendimenti azionari, allineando la crescita degli utili prevista a quella del PIL. Tuttavia, questa stima è inferiore rispetto alle proiezioni attualmente formulate dagli analisti.
- ▶ La AAS presuppone inoltre che le valutazioni (il prezzo pagato per un'azione rispetto agli utili che genera) tornino alla loro media di lungo termine, il che riduce ulteriormente i rendimenti attesi. Sebbene questa metodologia offra stime accurate su orizzonti temporali lunghi (~10 anni), non è progettata per prevedere le performance a breve termine, evidenziando una differenza chiave tra questi portafogli e il nostro posizionamento tattico a breve e medio termine.
- ▶ Se la crescita degli utili supera quella del PIL — uno scenario plausibile dato che le aziende più grandi tendono a sovraperformare l'economia nel suo complesso — i rendimenti azionari, e quindi i rendimenti dei portafogli, potrebbero superare queste stime conservative.
- ▶ Per avere un'idea, un rendimento annuo del 5% consentirebbe di raddoppiare il proprio investimento in circa 14 anni.



Fonte: Ricerca Moneyfarm

Nel contesto del nostro costante impegno per ottimizzare i portafogli, abbiamo introdotto alcune modifiche all'asset allocation e agli obiettivi di volatilità. Gli obiettivi di volatilità variano dal 4% per il portafoglio P2 fino al 14% e 16% per i portafogli P6 e P7. Riteniamo che questi livelli siano adeguati, soprattutto considerando che il portafoglio P6 prevede un'esposizione azionaria di circa l'80%.

Per semplificare il processo di ottimizzazione, abbiamo adottato l'indice MSCI World All Country come riferimento generico per i portafogli P2-P6, mantenendo invece una suddivisione più specifica tra Azioni USA, Azioni dei Mercati Sviluppati ex-USA e Azioni dei Mercati Emergenti nel solo caso del portafoglio P7.



moneyfarm

2024