

Tra fondamentali rassicuranti e piroette della FED i mercati ballano il tango



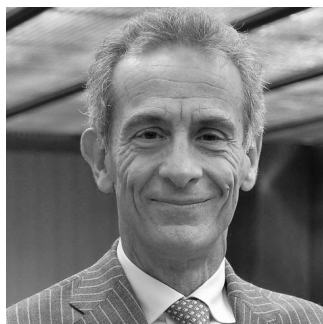
OSSERVATORIO

GENNAIO 2025

IN SINTESI

- L'avvio del 2025 è stato turbolento per azioni e obbligazioni, che da oltre un anno danzano il tango con casqué.
- Molte le spiegazioni avanzate dagli analisti per l'ultimo rialzo dei tassi a lunga, ma la ragione è più semplice: la FED ha compiuto una brusca e inattesa piroetta, tornando in dicembre alle previsioni sui tassi del giugno 2024, dopo averle abbassate in settembre. È probabile che ne faccia un'altra in direzione opposta.
- Dall'autunno 2023 i rendimenti dei titoli sovrani decennali USA hanno oscillato senza un vero trend, mentre quelli giapponesi sono saliti e quelli italiani sono calati, riportando lo spread ai valori dei primi mesi del Governo Draghi: *chapeau*, Presidente Meloni.
- I fondamentali non sono cambiati e le statistiche hanno confermato la forza dell'economia USA e la grande debolezza europea, dovuta soprattutto alla crisi dell'automotive tedesca. La Cina va meglio e l'India galoppa. La pace a Gaza aiuterà tutto e tutti.
- L'inflazione è in graduale discesa e le Banche centrali taglieranno ancora il costo del denaro. Soprattutto la BCE, che deve evitare una costosa recessione dell'Euroarea.
- La divergenza di crescita e tassi premia ancora il dollaro.
- Le azioni hanno multipli elevati in USA, ma traggono conforto dall'aumento atteso degli utili.
- I titoli delle banche europee restano sottovalutati, alla luce degli alti utili distribuiti (dividendi e buyback) e nonostante la penalizzazione dei minori tassi di interesse.

AUTORI

**Luca Paolazzi**

Economista e Advisor
Ceresio Investors

**George Lee**

Portfolio Manager,
Belgrave Capital Management

IL 2025 È PARTITO CON IL CASQUÉ...

A passo di **tango con casqué**. Dopo una **piroetta**. I **mercati finanziari** hanno scelto il ballo argentino per avviare le danze del 2025. Dopo che la **Federal Reserve** ha compiuto una secca giravolta nella previsione sui propri tassi.

La "caduta" ha riguardato **azioni e obbligazioni**, cosicché i rendimenti sui titoli pubblici americani a lungo termine (dieci anni) sono saliti oltre i massimi toccati nella primavera del 2024 (ma sotto quelli dell'autunno 2023). Trascinando al rialzo quelli del resto del mondo occidentale, e al ribasso le Borse.

Come sempre accade in questi casi, il brusco e inatteso movimento ha stappato, come una bottiglia di champagne (a inizio anno è pure appropriato), **analisi e spiegazioni** più o meno fondate e interessanti.

Dalla fine dell'epoca del risparmio dei **baby-boomer** ai rischi inflazionistici delle annunciate **misure trumpiane** su dazi e immigrazione, dai minori **surplus con l'estero cinesi** ai più alti **deficit-debiti pubblici** (e l'aumento della spesa militare non aiuterà a diminuirli), dalla normalizzazione della **curva dei tassi** (con pendenza positiva e non più negativa) alla **riponderazione dei rischi**, con quello di una recessione statunitense prossima ventura che **ha perso molto peso**.

...MA IL TANGO VA AVANTI DA OLTRE UN ANNO

Senza negare contenuti di verità ad alcune di queste ragioni, molte delle quali hanno a che fare con i movimenti di lungo periodo ed erano presenti un mese come un anno fa, c'è una **spiegazione più semplice** ed emerge dall'osservazione dell'**andamento dei tassi** dei titoli sovrani decennali **dagli ultimi mesi del 2023** in poi. Perché quel punto di partenza? Perché lì è finito il vero movimento di ascesa partito due anni prima, quando le Banche centrali hanno segnalato la fine della politica monetaria iper-espansiva e l'avvio della stretta.

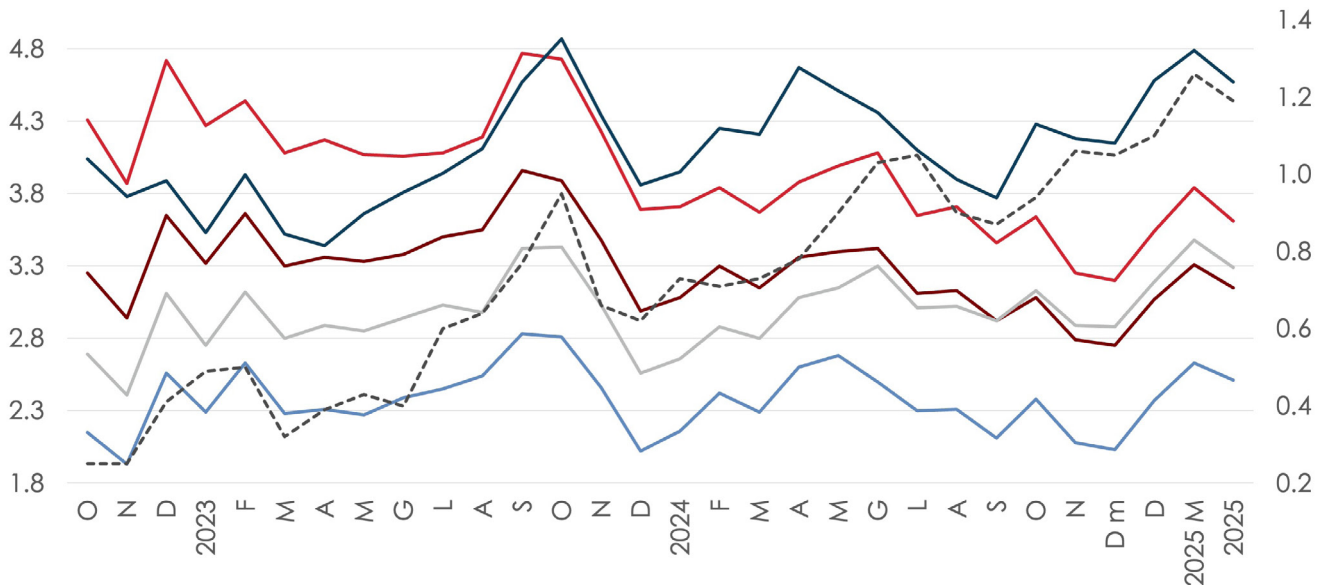
Da lì in avanti l'andamento è stato **bruscamente oscillatorio** (Grafico 1, dove per dicembre '24 e gennaio '25 sono indicati rispettivamente i valori minimi e massimi). Seguendo il prevalere dell'una o dell'altra convinzione degli operatori riguardo allo stato dell'economia (crescita, disoccupazione, inflazione), con le solite esasperazioni dettate anche dalle paure e dalle vertigini che si hanno quando le quotazioni azionarie raggiungono livelli elevati. Possiamo, anzi, affermare che il tango con casqué è partito proprio sedici mesi fa e che ciò che abbiamo vissuto nelle passate settimane è stato un ardito passaggio che sarebbe piaciuto molto ad Astor Piazzolla (musicista e compositore argentino, 1921-1992), anche se poco gradito ai risparmiatori.

Gr.1

In cerca del “giusto tasso”
(Titoli sovrani a 10 anni, rendimento %, fine mese)

Per D '24 m=valore minimo; per gen. '25 M=valore max.
Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati Trading Economics

— Germania — Spagna
— Italia — Francia
— USA — Giappone (dx)



Due aspetti vanno comunque sottolineati. Il primo riguarda la piroetta della FED e il secondo le dinamiche “autonome” di alcuni titoli sovrani.

LA NUOVA GIRAVOLTA DELLA FED

La “**piroetta**” della FED si è compiuta nella riunione del 18 dicembre, quando i membri del comitato monetario hanno **riportato le previsioni-intenzioni** sui tassi per il 2025 quasi ai livelli del 12 giugno, dopo averle abbassate nettamente in settembre: da 4,1% giù a 3,4% e poi su a 3,9% (Grafico 2). Naturalmente non hanno agito per diletto: i dati usciti hanno descritto una **solida crescita** dell'economia, nonostante i passati rialzi del costo del denaro, e un'**inflazione più persistente**. Proprio i numeri sui prezzi al consumo peggiori dell'atteso l'11 dicembre hanno dato la stura alla risalita dei tassi che il volteggio di Powell & Co. ha poi accentuato. Mentre il dato sull'inflazione core americana del 15 gennaio è stato rassicurante e ha dato l'avvio a un nuovo giro dei ballerini (tanghèri, occhio all'accento).

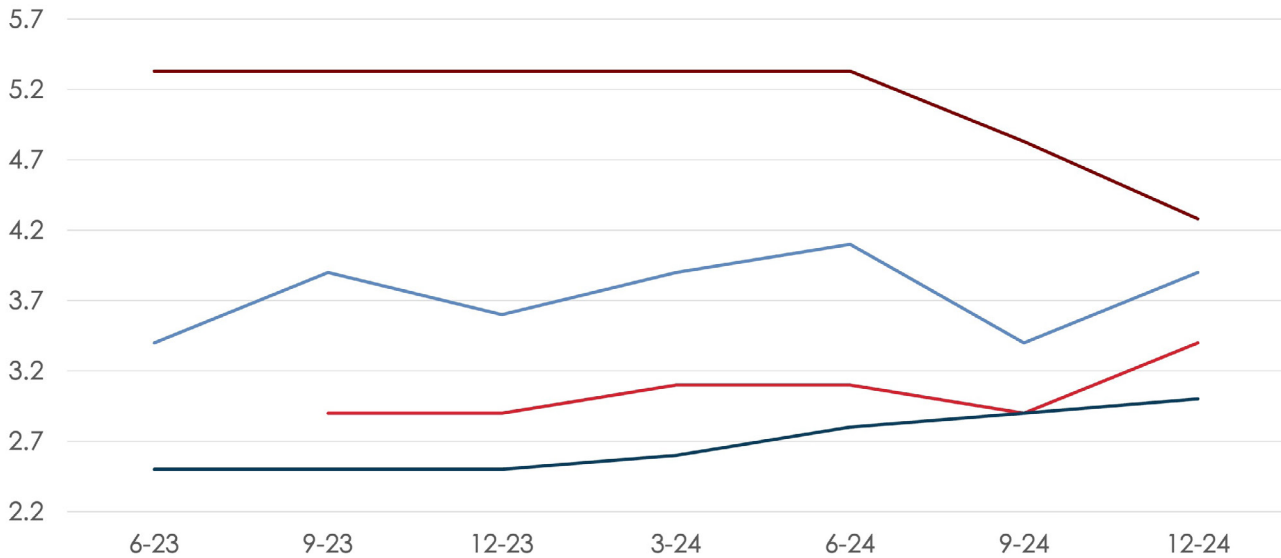
Gr. 2

La FED aggiusta il tiro (Previsione mediana sul FED fund rate %)

Mese e anno della previsione

Fonte Elaborazione REF Ricerche su dati FOMC

— 2025 — Long run
— 2026 — Livello esistente



ALZATO IL “GIUSTO” TASSO DI LUNGO TERMINE

Delle riunioni della FED è interessante notare anche che nel tempo è progressivamente salito **il tasso previsto come “giusto”** nel lungo termine: era al 2,5% fino a dicembre 2023 ed è aumentato via via fino al 3,0% nel dicembre 2024. Questo spiega **mezzo punto in meno** di possibili tagli futuri, sempre che l'economia continui ad andare bene e la discesa dell'inflazione anche.

Tuttavia, le **previsioni-intenzioni della FED** non sono scolpite nella pietra e c'è **un'evidente incongruenza** nell'aumento del tasso di lungo termine di mezzo punto percentuale avvenuto con **proiezioni di crescita e inflazione inchiodate** rispettivamente a 1,8% e 2,0%. Se queste ultime due variabili non sono mutate, perché mai occorrerebbe una politica monetaria più restrittiva? E come si giustifica un futuro tasso reale a breve termine dell'1%? Queste domande aprono la porta alla possibilità, con probabilità assai alta, che la FED faccia una nuova “piroetta”, in direzione opposta. Magari una volta verificato che le promesse elettorali di Trump su dazi e immigrati restino in gran parte tali.

JGB E BTP: TRAIETTORIE AUTONOME E DIVERGENTI

Riguardo alle **traiettorie "indipendenti"** dei tassi su alcuni titoli sovrani decennali, in effetti il tango non è stato ballato allo stesso modo da tutte le obbligazioni pubbliche. Alcune hanno assunto direzioni proprie, pur risentendo delle fluttuazioni dei titoli americani, che hanno un'enorme massa gravitazionale. In particolare, il **rendimento dei JGB giapponesi** è salito di un punto percentuale nei passati nove trimestri, mentre quello dei **BTP italiani** è calato di 115 punti base negli scorsi sedici mesi, restringendo il divario con i Bund tedeschi da quasi 200 a poco sopra i 100 centesimi di punto. Per ritrovare **uno spread così ridotto** occorre tornare alla primavera del 2021, ossia ai primi mesi del Governo Draghi: ma quella era l'epoca dei tassi bassissimi, mentre oggi siamo in tempi di normalizzazione monetaria. *Chapeau, Premier Meloni!*

L'ANCORA DEI FONDAMENTALI SOLIDI

Per gli investitori l'**unico antidoto** contro la "frenesia" e il "nervosismo" dei mercati è rimanere saldamente **ancorati ai fondamentali**. Come si presentano oggi i fondamentali? Esattamente come erano quando l'Osservatorio li ha esaminati e raccontati un mese fa: **sono solidi**. Questo vuol dire che i dati usciti nel frattempo hanno confermato quell'analisi. Inoltre, si sta realizzando una previsione, formulata con l'animo pieno di speranza e la mente attenta a cogliere segnali veri: che nel 2025 sarebbero **scoppiate le paci**.

La tregua nel **conflitto israelo-palestinese** è il primo tassello di un complesso mosaico. Manovre sono in corso per far terminare quello **russo-ucraino**. Con tutte le conseguenze economiche che ne discendono, oltre a quelle umanitarie (in testa a tutto), sebbene ci vorrà tempo prima che si materializzino; per esempio con il ritorno alla piena percorribilità dello Stretto di Hormuz e della rotta che porta al Canale di Suez.

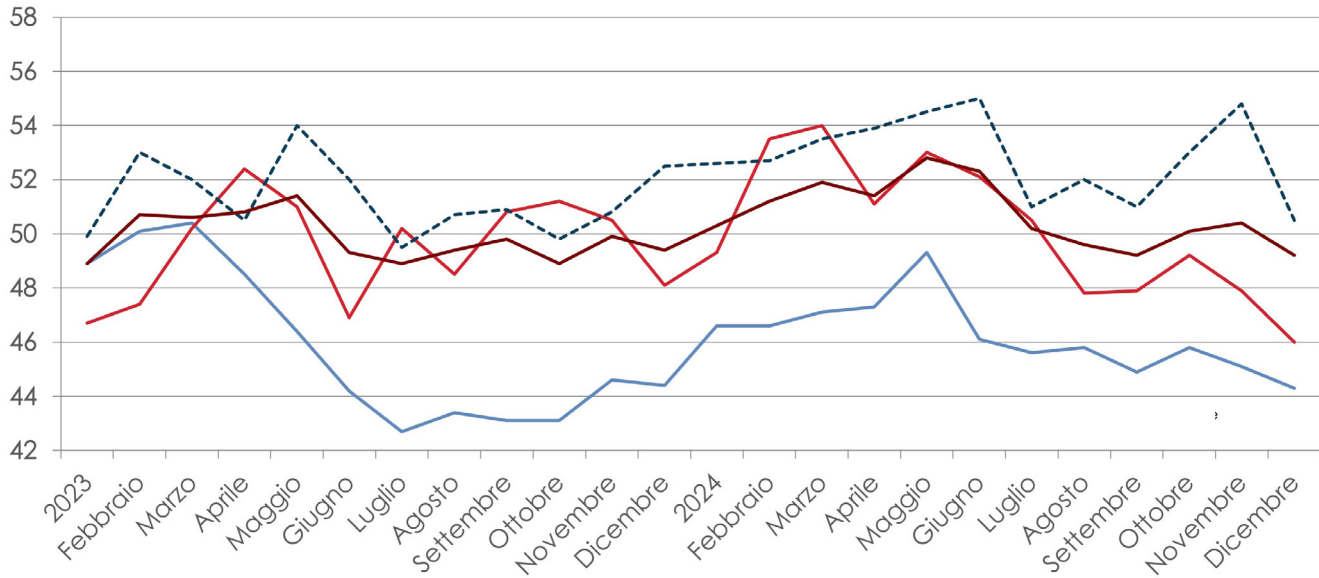
LA FORTE CRESCITA USA

Le cifre congiunturali confermano la **forza della crescita statunitense**, tirata dai consumi in tandem con l'aumento del monte salari reale: l'ultima stima per il PIL USA nel quarto trimestre 2024 è +3,0%. Tra i settori i **servizi** vanno alla grande e accelerano, con la **rivoluzione digitale dilagante**, mentre il **manifatturiero** soffre ancora dei fattori che finora lo hanno penalizzato in tutti i Paesi: costo dell'energia, spostamento della domanda finale verso i beni esperienziali, transizione dell'*automotive* all'elettrico (dove la Cina primeggia per volumi di domanda e produzione), rincaro dei finanziamenti per acquisti di prodotti durevoli o di investimento, rallentamento dell'edilizia (Grafico 3). L'aumento del **protezionismo**, recente e imminente, sparge sale su queste ferite, ostacolando gli scambi internazionali che si nutrono soprattutto di semilavorati manufatti.

Gr. 3

Il manifatturiero perde colpi...
(PMI output*) **>50 espansione, <50 contrazione
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati IHS Markit

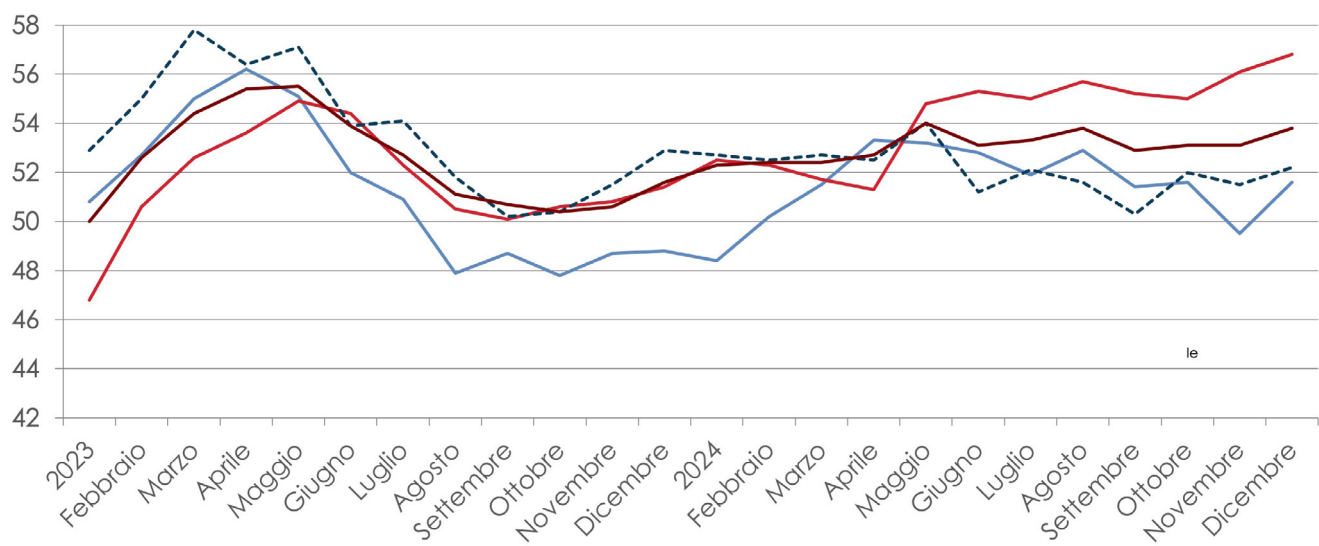
— Eurozona - - - Cina
— USA — Globale



Gr. 4

... e i servizi accelerano il passo
(PMI output*) **>50 espansione, <50 contrazione
Fonte Elaborazioni REF Ricerche su dati IHS Markit

— Eurozona - - - Cina
— USA — Globale



LA SPIRALE EUROPEA E IL VOTO TEDESCO

Le altre conferme riguardano le **difficoltà europee**, il graduale recupero di velocità della **Cina** (il cui PIL ha messo a segno un +5% nel 2024, notevole data la stazza raggiunta) e la corsa allo sviluppo dell'**India** (unico sistema dove l'attività del manifatturiero registra forti variazioni positive). Su tutti pesa la **spada di Damocle** dei dazi minacciati da Trump. E mentre i cinesi si sono tenuti un po' di munizioni per politiche di stimolo della spesa delle famiglie (con un lodevole ripensamento di Xi) e l'India se ne farà un baffo, perché trae forza dai meccanismi propri della rincorsa agli standard di vita e tecnologici degli altri sistemi economici, l'**Europa** continua ad avvitarsi nella **spirale di minore crescita** e resta in attesa dell'esito elettorale tedesco (si vota il 23 febbraio) e dei tempi lunghi che richiederà la formazione del nuovo governo di grande coalizione.

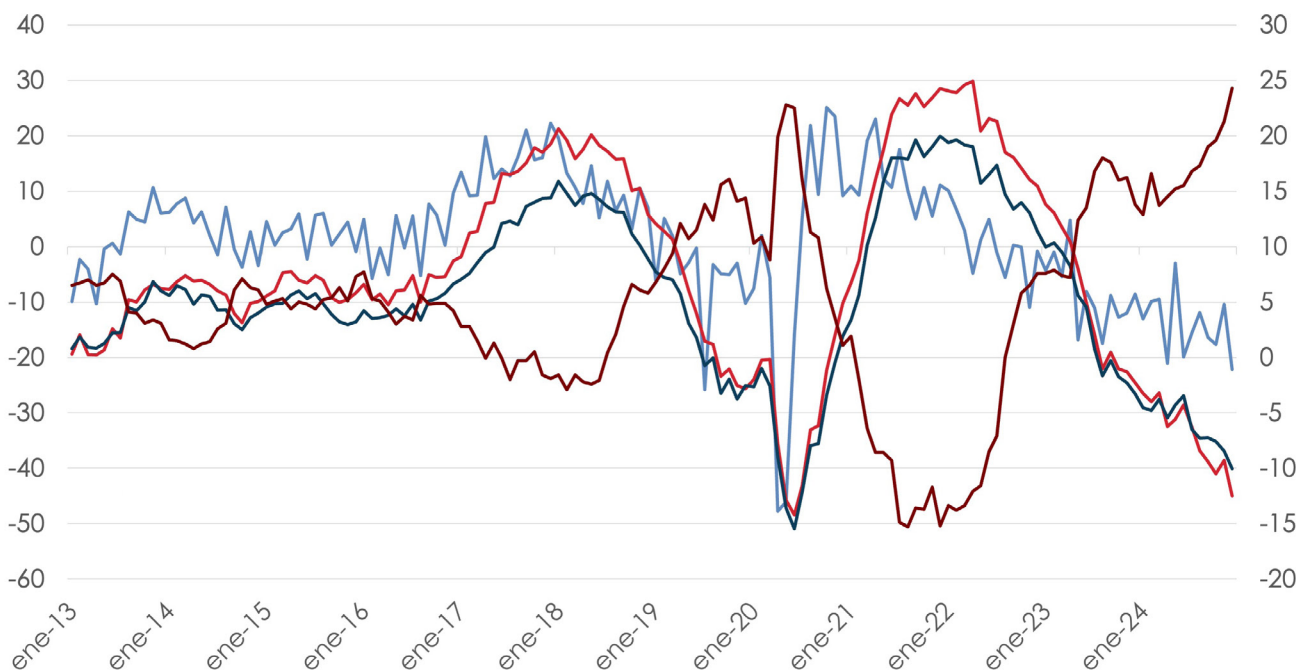
GERMANIA CUORE DELLA CRISI

Per capire i guai europei basta dare un'occhiata all'andamento di ordini, produzione e scorte industriali della **ex-locomotiva tedesca** (Grafico 5). L'aspetto preoccupante è che ora anche le **imprese dei servizi** cominciano a **segnalare difficoltà** che nascono dalla diminuzione delle commesse industriali. Da anni gli economisti più avveduti ripetono che l'Eurozona dovrebbe **abbattere il totem mercantilistico** della crescita guidata dalla domanda estera e puntare con decisione sulla spesa interna: la crisi attuale offre una grande opportunità per farlo, perché colpisce al cuore le vestali tedesche di tale insano culto.

Gr. 5

Ordini tedeschi in caduta, scorte in aumento
(Germania, giudizi industria, saldi delle risposte)
Fonte Elaborazioni REF su dati Commissione europea

— Produzione — Ordine esteri
— Ordine — Scorte (dx)



INFLAZIONE IN RIDUZIONE

Comunque, in tali condizioni le pressioni interne spingono **al ribasso l'inflazione europea**, via moderazione del costo del lavoro (vedasi l'accordo Volkswagen, che cancella l'aumento del 5% dei salari e riduce di quasi un terzo l'occupazione, pur gradualmente e senza licenziamenti) e compressione dei margini delle imprese. Qualche segnale già emerge dai salari offerti nelle nuove assunzioni, in frenata da tre mesi, sebbene ancora alti rispetto al pre-Covid. Ciò garantirà ulteriori spazi di manovra alla BCE per **nuovi tagli dei tassi**, dove le colombe stanno argomentando che la politica monetaria dovrebbe giocare d'anticipo per evitare di penalizzare la crescita potenziale e creare strozzature dal lato dell'offerta che si tradurrebbero in maggiore inflazione futura.

DOLLARO ANCORA SUGLI SCUDI

Con la FED irrigidita e l'allentamento monetario europeo favorito dalle difficoltà dell'economia reale e dall'impostazione restrittiva della politica di bilancio (sottrae 0,2 punti di crescita sia quest'anno che il prossimo), il differenziale di tassi e crescita gioca a **favore del dollaro**, che da metà novembre si è apprezzato di un altro 1,5% sull'euro (calcolato dopo il giuramento di Trump), dopo il 5,5% messo a segno da metà settembre, e che punta alla parità. D'altra parte, la svalutazione della moneta unica europea aiuta a sostenere l'economia dell'Eurozona: il suo cambio effettivo, che è quello che conta per stimolare la produzione, ha perso 2,5 punti percentuali da settembre in poi.

MATERIE PRIME SU, MA NON È UNO SHOCK

All'opposto, non aiuta la risalita delle **quotazioni delle commodity**, dal petrolio al gas e alle industriali non-oil. Tuttavia, in nessun caso si può parlare di shock. Sebbene il rialzo del gas faccia male, solo uno sprovveduto poteva pensare che le difficoltà di rifornimento energetico fossero state superate. Ma il rialzo delle materie prime non impedirà all'**inflazione** di proseguire nella discesa sia negli Stati Uniti sia in Europa, seppure gradualmente come tante volte è stato ripetuto.

AZIONI PREMIANTI GRAZIE AGLI UTILI ATTESI

Dunque, i fondamentali confortano e premiano le gestioni non avverse al rischio. Pur rammentando che gli indici di Borsa sono a **livelli elevati** rispetto agli utili: per l'S&P500 il multiplo P/E è quasi a 28 (quotazioni del 17 gennaio e attese di consenso per gli *earnings* del quarto trimestre scorso), ossia l'11% sopra il livello del gennaio 2024. Cioè, la metà della performance dell'anno passato si deve all'espansione del P/E, che di certo non è facilmente ripetibile. Per fortuna gli **utili previsti nel 2025** salgono di quasi il 10%.

Usando il consueto pizzico di sale, e guardando al prossimo casqué con disincanto, conviene **continuare a danzare** il tango.

LE PERFORMANCE DI UN SETTORE SENSIBILE AI TASSI DI INTERESSE IN EUROPA; LE BANCHE

La reazione dei mercati finanziari all'elezione del Presidente Trump è stata quella di innalzare i tassi di interesse a livello globale. In Europa, ciò è visibile sia nella parte anteriore che in quella posteriore della curva dei tassi: il mercato ha prezzato circa 50 pb di tagli dei tassi entro la fine del 2025, mentre i rendimenti a 10 anni in Germania sono aumentati di circa 60 pb.

Tuttavia, se prendiamo in parola Trump per quanto riguarda le sue politiche, **è improbabile che il risultato in Europa sia inflazionistico.** Piuttosto, il buon senso suggerisce che l'impatto di questi dazi sarebbe negativo per l'attività economica, presumibilmente quindi deflazionistico, e questo dovrebbe dare alla BCE la possibilità di tagliare i tassi in modo più aggressivo.

Sembra un contesto curioso per iniziare una conversazione sulle banche europee, poiché è risaputo che la loro redditività è positivamente correlata ai tassi d'interesse. Tuttavia, nonostante il ciclo dei tassi di interesse abbia raggiunto il suo picco alla fine del 2023, **le azioni delle banche hanno continuato a registrare buone performance** per tutto il 2024 e nelle prime settimane del 2025. Anche dopo questa buona performance, **le valutazioni rimangono basse:** il settore europeo tratta con un P/E di circa 7x e un rendimento da dividendi in contanti superiore al 6%.

In passato, la regola empirica prevedeva che le banche fossero scambiate con un P/E pari a 10x, mentre oggi ci troviamo a uno sconto significativo rispetto a tale valore. Questo tipo di divergenza si verifica normalmente perché il mercato ritiene che le previsioni di consenso sugli utili siano "sbagliate". **Gli utili bancari sono costituiti da due elementi principali: il margine di interesse e gli accantonamenti.**

Gli attuali livelli di accantonamento sono bassi, almeno rispetto a quanto accaduto dopo la crisi finanziaria. Le cose potrebbero cambiare, ma il 2025 non è il 2007. Le banche di oggi sono state **pesantemente regolamentate dopo la crisi**, tanto che è stato difficile per loro competere nelle parti più rischiose del mercato dei prestiti. I prestiti più rischiosi sono stati invece erogati attraverso il mercato obbligazionario, o addirittura attraverso il private equity. Per le banche, ciò ha significato un'**assenza di crescita dei prestiti in cambio di un bilancio molto meno rischioso.** Ecco perché, anche a fronte del forte aumento dei tassi di interesse e della debolezza economica derivante dalla crisi energetica, gli accantonamenti non sono aumentati in modo significativo. Questo non è insolito



in un sistema bancario che si sta riprendendo da una crisi sistemica - la Svezia degli anni '90 ne è un classico esempio - e questa resilienza potrebbe continuare.

Rimangono i tassi di interesse. È probabile che i tassi scendano ancora, forse al 2%, forse all'1,5% o anche un po' più in basso. Ma con le banche che scambiano a soli 7x gli utili, questo è ormai ampiamente scontato. Ipotizzando un livello simile di sensibilità degli utili ai tassi, come abbiamo visto durante la salita (ovviamente al contrario!), i nostri modelli suggeriscono che il settore sta già scontando una riduzione dei tassi d'interesse europei a circa la metà dei livelli attuali. Con un notevole pessimismo economico, quindi scontato dai mercati, e un rendimento annuo per gli azionisti che si avvicina al 10% (dividendi più buyback), **non c'è da stupirsi che le azioni bancarie continuino a sfidare gli scettici...**

La presente comunicazione è emessa da Banca del Ceresio SA ed è stata redatta congiuntamente da REF Ricerche S.r.L. e Belgrave Capital Management Ltd.. Belgrave Capital Management Ltd. è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("FCA") nel Regno Unito e fa parte del Gruppo Ceresio Investors, composto da Banca del Ceresio SA, Belgrave Capital Management Ltd., Ceresio SIM S.p.A., Global Selection SGR S.p.A. ed Eurofinleading Fiduciaria S.p.A. (insieme "Ceresio Investors"). Il presente documento è protetto da copyright ed è pubblicato sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio S.A. I dati contenuti nel presente documento hanno scopo puramente informativo e non costituiscono una consulenza d'investimento, legale, fiscale o di altro tipo, né una sollecitazione, un invito, una ricerca d'investimento o altra raccomandazione, un'offerta al pubblico o la promozione di titoli, prodotti d'investimento o servizi e/o attività di consulenza d'investimento, e non devono essere interpretati come tali.

I dati qui contenuti, se presenti, si riferiscono al passato: i risultati passati non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri, e il prezzo dei titoli o di altri prodotti finanziari può scendere come salire, e il rendimento può diminuire o aumentare a causa delle variazioni dei tassi di cambio. Non viene fornita alcuna garanzia o dichiarazione esplicita o implicita in merito alle informazioni contenute nella presente comunicazione e si esclude qualsiasi garanzia di accuratezza, completezza o idoneità a uno scopo particolare. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, che sono soggette a modifiche senza preavviso nel corso del tempo, possono non essere esaustive e sono quelle di, o ottenute dalla società che lo ha redatto o dalle sue società affiliate al momento della sua preparazione nella situazione economica attuale, e basate su opinioni, aspettative e/o proiezioni attuali, e non rappresentano le opinioni di Ceresio Investors Group.

Alcuni dei dati utilizzati si basano su fonti che si ritengono corrette e affidabili al momento della pubblicazione, ma che non sono state verificate; pertanto l'accuratezza o la completezza dei dati non è garantita e non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette o conseguenti derivanti dal loro utilizzo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione, alla pubblicazione o all'utilizzo da parte di persone o entità in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe contrario a qualsiasi legge o regolamento pertinente o che assoggetterebbe Ceresio Investors Group a qualsiasi requisito normativo di tale giurisdizione, né è diretto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegale indirizzare tale documento. Si consiglia di richiedere una consulenza professionale indipendente prima di prendere qualsiasi decisione di investimento.

Non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni diretti o conseguenti derivanti da errori, imprecisioni o omissioni di informazioni contenute nel presente documento, né si assume alcuna responsabilità per l'aggiornamento o la correzione di eventuali imprecisioni emerse. Il presente documento può contenere informazioni proprietarie e riservate. La riproduzione, la duplicazione, la pubblicazione, l'estrazione, la trasmissione o altra divulgazione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma senza specifica autorizzazione scritta da parte di Ceresio Investors Group è severamente vietata.

Copyright © 2025 Ceresio Investors - tutti i diritti riservati.



www.ceresioinvestors.com

Tel.: + 41 (0)91 923 84 22

info.bdc@ceresioinvestors.com

Lugano

Banca del Ceresio SA
Lagom Family Advisors SA

Milano

Ceresio SIM
Global Selection SGR
Eurofinleading Fiduciaria

Londra

Belgrave Capital
Management Ltd.