

OUTLOOK 2025

**Non siamo
ancora in fase
di atterraggio**

Indice

1. Introduzione	3
2. Tre scenari	6
3. Prospettive dei mercati finanziari	13
4. Punti chiave del 2025	22
5. Investimenti sostenibili: occhi puntati sul premio a lungo termine	24
6. L'anno del transition investing	28

L'Outlook 2025 è stato elaborato da Peter van der Welle (Multi-Asset Strategist), Rachel Whittaker (Head of Sustainable Investment Research), Colin Graham (Head of Sustainable Multi-Asset Strategies) e Alik Rouffiac (Portfolio Manager Multi-Asset Solutions).

Materiale di marketing per investitori professionali.

Novembre 2024.

1. Introduzione

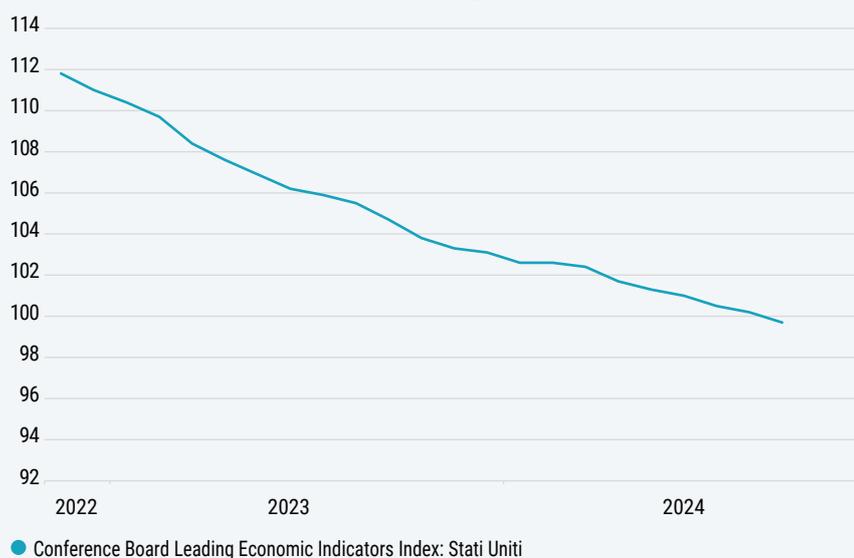
→ Nel 1929 il pittore surrealista René Magritte realizzò un'opera diventata iconica, "Il tradimento delle immagini", che raffigura una pipa in legno con la scritta "Ceci n'est pas une pipe", ovvero "Questa non è una pipa". L'opera vuole sottolineare la netta distinzione tra un oggetto e la sua rappresentazione. Il dipinto è una mera immagine della pipa, non l'oggetto vero e proprio.



In maniera del tutto analoga, scorgiamo numerose immagini che possono trarci in inganno nell'attuale ciclo post-pandemico. Sono presenti tutti i tratti tipici di un atterraggio ciclico: l'inversione della curva dei rendimenti (seguita da un irripidimento nel 2024), l'attivazione della regola di Sahm¹ e il perdurante ristagno del comparto manifatturiero globale. Tuttavia, noi di Robeco crediamo che non siamo ancora in fase di atterraggio.

Invece di sprofondare nella recessione, nel 2024 l'economia statunitense è parsa andare di bene in meglio, registrando un vivace tasso di crescita del 2,8% nel terzo trimestre, mentre Germania e Cina stentano addirittura a prendere slancio. Invece di un'ondata di licenziamenti (osservata di solito all'inizio di una recessione), i flussi migratori insolitamente elevati hanno dato impulso all'offerta di lavoro e dunque distorto le stime sulla disoccupazione per il 2024. La stessa Claudia Sahm ha affermato che se mai la sua regola dovesse fallire (l'unico precedente risale al 1959), sarebbe proprio oggi.

Figura 1: "Non siamo ancora in fase di atterraggio"



Fonte: LSEG Datastream, Robeco.

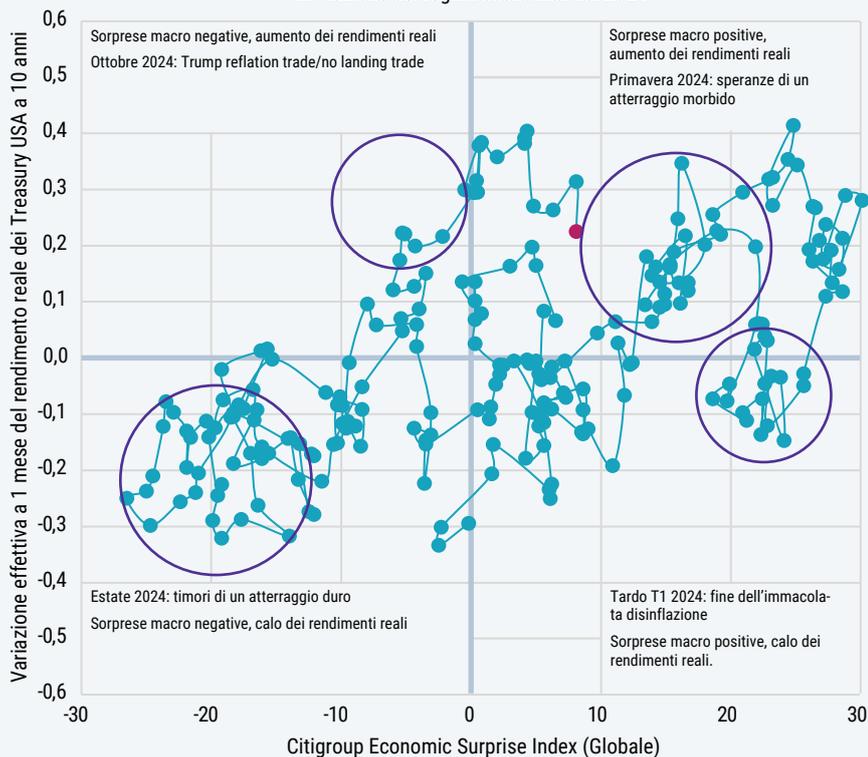
¹ La regola di Sahm è un indicatore di recessione che identifica le prime fasi di una contrazione economica. Segnala l'imminenza di una recessione ogni qualvolta la media mobile a tre mesi della disoccupazione effettiva negli Stati Uniti supera dello 0,5% il minimo dei 12 mesi precedenti.

Un contesto all'insegna di un continuo cambiamento del regime di trading

Benché gli Stati Uniti, a differenza della Germania, siano riusciti a evitare una recessione, dietro ai solidi dati sulla crescita del PIL statunitense si celano significative variazioni al ribasso. La notevole diminuzione dei posti di lavoro vacanti per disoccupato, il rallentamento della crescita dell'occupazione a tempo pieno nel settore privato, la flessione dei tassi di dimissione dovuta al calo del premio salariale per chi cambia lavoro e l'aumento delle morosità delle famiglie dimostrano che i rialzi dei tassi della Fed hanno ridotto la domanda aggregata. Il Presidente della Fed Jerome Powell lo ha confermato nel discorso tenuto a Jackson Hole lo scorso agosto: "Non ricerchiamo né auspichiamo un ulteriore raffreddamento delle condizioni del mercato del lavoro." Anche in altri paesi del G7 i tassi di disoccupazione sembrano aver ripreso a salire, con la notevole eccezione del Giappone e del suo particolare clima macroeconomico. Inoltre, la prolungata recessione che si registra nel comparto manifatturiero dal novembre 2022 dimostra che gli aggressivi cicli di inasprimento delle banche centrali del G7 hanno prodotto i loro effetti sui settori più sensibili ai tassi d'interesse con ritardi relativamente brevi.

Figura 2: Il cambiamento di regime è stato una costante per tutto il 2024

Evoluzione dei regimi economici nel 2024



Fonte: LSEG Datastream, Robeco.

A che punto siamo in questo processo di aggiustamento rispetto al picco dei tassi di riferimento? Sui mercati del lavoro del G7 si profila forse un'altra inesorabile fase di debolezza a causa dei licenziamenti indotti dalla contrazione dei margini di profitto? Oppure, come suggerisce l'indicatore anticipatore globale della fiducia compilato dall'OCSE, abbiamo già superato un picco di sofferenza nelle economie sviluppate? Si può forse dire che i rischi siano orientati al rialzo grazie agli abbondanti finanziamenti a tasso fisso contratti da famiglie e imprese, nonché al miglioramento dei

salari reali? La scarsa visibilità sul punto del ciclo in cui ci troviamo ha comportato una pressoché costante rotazione delle narrazioni economiche proposte dagli osservatori di mercato nel corso dell'anno. Non solo il nostro "Riccioli d'oro: la giusta uscita di scena", ma tutti e tre gli scenari (atterraggio morbido/atterraggio duro/nessun atterraggio) previsti nel nostro Outlook 2024 sono saliti alternativamente alla ribalta, seppur per brevi periodi e in modo casuale.

Regolare le lenti

Nel 2025 gli osservatori di mercato e le banche centrali potrebbero essere ancora esposti al grave rischio di fraintendere la natura dell'atterraggio a causa di una prospettiva sbagliata. È probabile che i tempi e i modi di questo atterraggio dipendano più dalla qualità della pista (crescita della produttività/crescita della forza lavoro) che dalle capacità dei piloti (autorità monetarie e politici).

L'esito delle elezioni statunitensi non fa che accentuare la scarsa chiarezza sul ciclo, con l'attesa di numerose proposte di politica economica da parte dell'amministrazione Trump. Con la vittoria schiacciante dei Repubblicani e un ordinato passaggio dei poteri, l'incertezza elettorale è stata eliminata. Tuttavia, l'elevata incertezza sulla politica commerciale e sugli sgravi fiscali, nonché sulla sequenza di queste misure, inciderà nondimeno sulla crescita economica e sulla volatilità di mercato al di fuori degli Stati Uniti, specialmente in Cina e in Europa.



La fitta nebbia che circonda il 2025 fornisce un indizio importante agli investitori: l'ottica di breve periodo, le scarse indicazioni prospettiche delle banche centrali e l'attenzione spasmodica dei mercati per i dati economici e le riunioni delle autorità monetarie sono probabilmente destinati a persistere. Ciò comporta il rischio di perdere di vista i segnali sottostanti e la traiettoria macro a medio termine.



2. Tre scenari

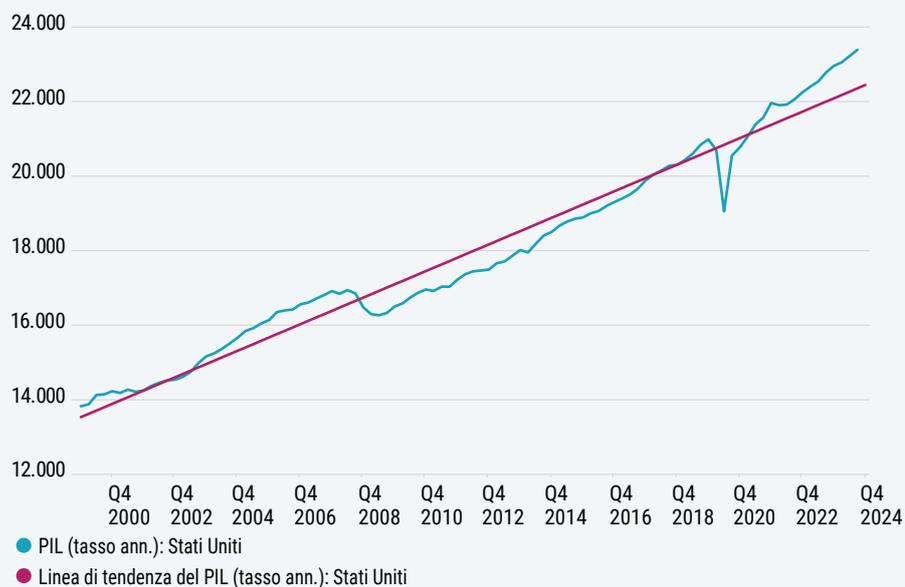
→ Scenario di base: non siamo ancora in fase di atterraggio

A nostro avviso il 2025 sarà un altro anno caratterizzato da un clima macro ingannevole con molti venti laterali di natura idiosincratca. Segnalando occasionalmente un quadro di debolezza economica, i dati finiranno per offuscare la più ampia capacità di tenuta dell'economia. Restiamo convinti che non siamo ancora in fase di atterraggio.

Le banche centrali devono muoversi con cautela. Sottovalutando i rischi per l'inflazione rispetto ai rischi per la crescita nel 2025, le autorità monetarie potrebbero provocare un allentamento eccessivo (abbassando il tasso di riferimento al di sotto del livello naturale), con l'effetto di anticipare nel tempo un punto di svolta dell'inflazione nel quadro di una politica fiscale prociclica rinvigorita e di un aumento delle spinte inflazionistiche dovute ai dazi.

Soprattutto negli Stati Uniti, non c'è molto spazio per una crescita non inflazionistica. In primo luogo, metriche come le stime del NAIRU² (che si aggirano intorno al 4,5%) e il numero di posti di lavoro vacanti per disoccupato indicano una pressoché totale assenza di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro statunitense. In secondo luogo, il fatto che l'economia USA continui a registrare una crescita ampiamente superiore al tasso tendenziale su 25 anni non è coerente con un inasprimento netto da parte della Fed.

Figura 3: L'economia statunitense è davvero interessata da un inasprimento netto?

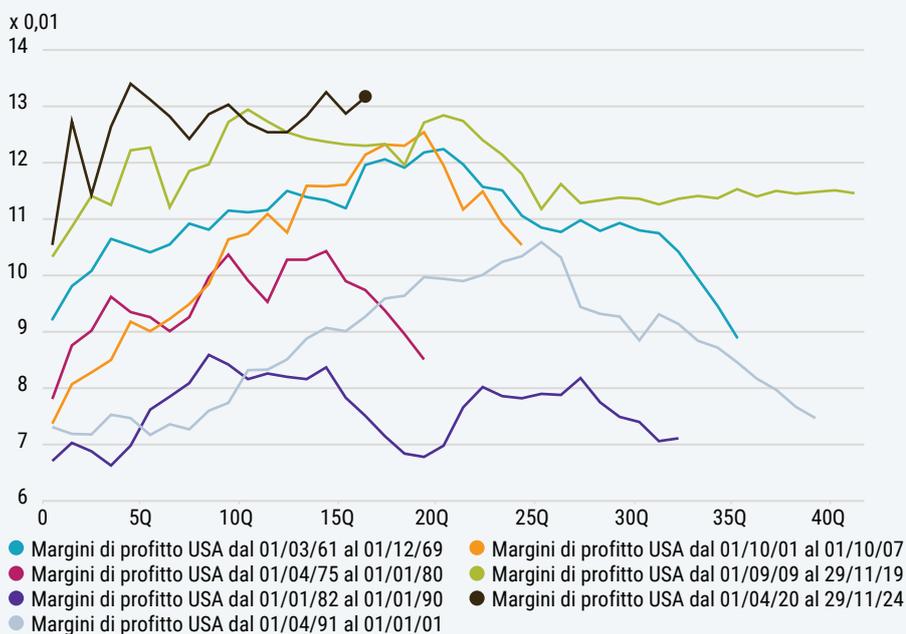


Fonte: LSEG Datastream, Robeco.

² Il NAIRU o "non-accelerating inflation rate of unemployment" è il tasso di disoccupazione di inflazione stabile, in corrispondenza del quale l'inflazione non accelera né decelera.

Il picco di sofferenza seguito al ciclo di inasprimento globale è ormai alle nostre spalle, specialmente in Europa. La nostra analisi rivela che dopo un picco di sofferenza si innesca una ripresa ciclica dei consumi europei, che dovrebbe accelerare nel 2025. Negli Stati Uniti la politica monetaria prociclica si affianca a una politica fiscale espansiva anch'essa prociclica, creando un potente policy mix che spiega l'eccezionalità statunitense. Riteniamo inoltre che gli sgravi fiscali promessi da Trump alle imprese daranno impulso all'occupazione e alla crescita.

Figura 4: Nessun segnale di atterraggio nei margini di profitto desunti dai conti economici nazionali (NIPA) statunitensi



Fonte: LSEG Datastream, Robeco.

Tuttavia, l'eccezionalità statunitense³ non è qualcosa di immutabile. In primo luogo, il passato inasprimento monetario della Fed continua a esercitare effetti ritardati sulla domanda aggregata, come si vede nel raffreddamento della crescita dei consumi, nella disinflazione iniziale e in un ulteriore modesto aumento della disoccupazione negli Stati Uniti.

In secondo luogo, i dazi saranno oggetto di un acceso dibattito nel 2025, essendo il pilastro della dottrina MAGA 2.0. Crediamo che Trump userà la minaccia dei dazi soprattutto come leva negoziale, ma che nella pratica le misure adottate saranno meno aggressive. Tuttavia, una volta applicati, questi dazi agiranno alla stregua di un'imposta sui consumatori nazionali (raffreddando i consumi da livelli superiori al trend). Anche le restrizioni sull'immigrazione (non prevediamo deportazioni di massa) potrebbero comportare un aumento dell'inflazione.

In terzo luogo, per quanto l'attenzione si concentri sulle politiche di Trump, non bisogna sottovalutare l'eredità dell'amministrazione Biden in termini di impatto sull'economia statunitense. Le preoccupazioni economiche immediate hanno giocato un ruolo determinante nella vittoria di

³ Definiamo in modo approssimativo l'"eccezionalità statunitense" come un divario di crescita del PIL reale del 2,5% rispetto ad altri paesi.

Trump, segno che gli effetti ritardati dell'alta inflazione e della stretta monetaria saranno ancora percepiti nel 2025. Nell'anno successivo a un'elezione presidenziale si registra in genere un tasso di crescita inferiore di 54 punti base (pb) rispetto al trend di crescita medio del PIL rilevato negli Stati Uniti nel secondo dopoguerra, con uno scarto negativo che può arrivare allo 0,87% se il partito in carica perde la presidenza. Benché le nostre previsioni sulla crescita nominale degli Stati Uniti siano ancora ottimistiche, le nostre stime relative alla crescita del PIL reale (1,7%, inferiore al consensus) e all'inflazione (2,75%, superiore al consensus) conferiscono una piega stagflazionistica alle sorprese macro previste nel 2025.

Tabella 1: L'eredità di Biden potrebbe essere ancora avvertita nel 2025

	Se il partito in carica perde	Se il partito in carica vince	Media degli anni post-elettorali	Media 1947-2023
Crescita del PIL USA un anno dopo le elezioni presidenziali	2,23%	2,97%	2,56%	3,10%
Crescita rispetto alla media a lungo termine	-0,87%	-0,13%	-0,54%	
Rendimento dell'SPX negli anni solari post-elettorali	4,20%	16,30%	9,40%	7,70%
Rendimento dell'SPX negli anni solari post-elettorali rispetto alla media a lungo termine	-3,50%	8,60%	1,70%	

Posta di fronte a evidenti sfide strutturali, l'Europa necessita di cambiamenti radicali per stimolare la crescita della produttività, tanto più adesso con l'incombente minaccia dei dazi di Trump. Tuttavia, nonostante il consensus sempre più ribassista e l'assenza di una spinta fiscale, l'Europa non è fuori dai giochi. L'impulso della politica fiscale nell'Eurozona sta migliorando seppur nel quadro di una notevole eterogeneità di orientamenti delle politiche di bilancio nelle economie dell'UE. Una rinnovata attenzione per una maggiore autosufficienza (sotto la spinta di Trump) potrebbe indurre Bruxelles a lasciare ai paesi della regione maggiori margini di manovra sul fronte fiscale. Il report di Draghi può fornire una guida pratica per ottimizzare la spesa pubblica.

Da un punto di vista congiunturale, l'allentamento delle condizioni finanziarie/creditizie, il calo del 17% del prezzo del petrolio dall'inizio del 2024, la discreta crescita dei redditi disponibili in termini reali, l'aumento dei prezzi delle abitazioni e il picco dei tassi di risparmio creano i presupposti per una chiusura del divario con i consumi statunitensi. Il tasso di disoccupazione dell'Eurozona continua ad aggirarsi intorno ai minimi storici, anche se potrebbe salire leggermente a causa delle difficoltà incontrate dal settore industriale e dal comparto automotive in Germania. Eventuali riforme politiche avviate dopo le elezioni anticipate previste in Germania il prossimo anno potrebbero rinfocolare la fiducia dei produttori. Secondo il nostro scenario di base per il 2025, la crescita dei consumi nell'Eurozona dovrebbe attestarsi all'1,7%, mentre negli Stati Uniti dovrebbe scendere verso l'1,6% a causa dell'aumento dei dazi all'importazione, del raffreddamento della crescita dell'occupazione e dell'esaurimento dei risparmi in eccesso per il consumatore marginale USA. Una crescita nominale più sostenuta in Europa favorirebbe anche gli sforzi di stabilizzazione dei conti pubblici di paesi come l'Italia e la Francia, alle prese con una procedura per deficit eccessivo. La manovra di bilancio di Keir Starmer comporta un allentamento fiscale cospicuo ma inefficace, che interromperà il processo di disinflazione nel 2025. Inoltre, il mercato immobiliare britannico potrebbe riprendere slancio, rafforzando la fiducia dei consumatori e l'inflazione trainata dalla domanda.

Dopo la svolta politica di settembre 2024, la Cina adotta un policy mix espansivo e anticiclico con cui affrontare energicamente il problema della stagnazione secolare di fronte alle sempre maggiori

pressioni nel mercato del lavoro interno e alle crescenti minacce di dazi da parte degli USA. Una combinazione di stimoli monetari e fiscali si limita a riportare la crescita sulla sua (decescente) traiettoria tendenziale, eliminando i rischi al ribasso ma non le pressioni disinflazionistiche, dato che l'output gap rimane negativo. La continua tendenza al ribasso delle vendite e dei prezzi delle abitazioni grava sulla fiducia dei consumatori e impedisce una ripresa sostenibile dei consumi interni per tutto il 2025. Le imprese giapponesi continuano a trasferire gli aumenti dei prezzi alla produzione sui consumatori nazionali e la BoJ alza i tassi di riferimento.

Tabella 2: Previsioni macro per il 2025

2025	Stime di consensus sul PIL	Stime di consensus sul CPI	Stime di Robeco sul PIL	Stime di Robeco sul CPI
USA	1,9%	2,2%	1,7%	2,75%
Cina	4,5%	1,4%	4,75%	0,9%
Eurozona	1,2%	2,0%	1,5%	2,2%
Giappone	1,0%	1,8%	0,8%	2,0%
Regno Unito	1,3%	2,3%	1,6%	2,6%

Fonte: Robeco

Scenario rialzista: un'ascesa surreale

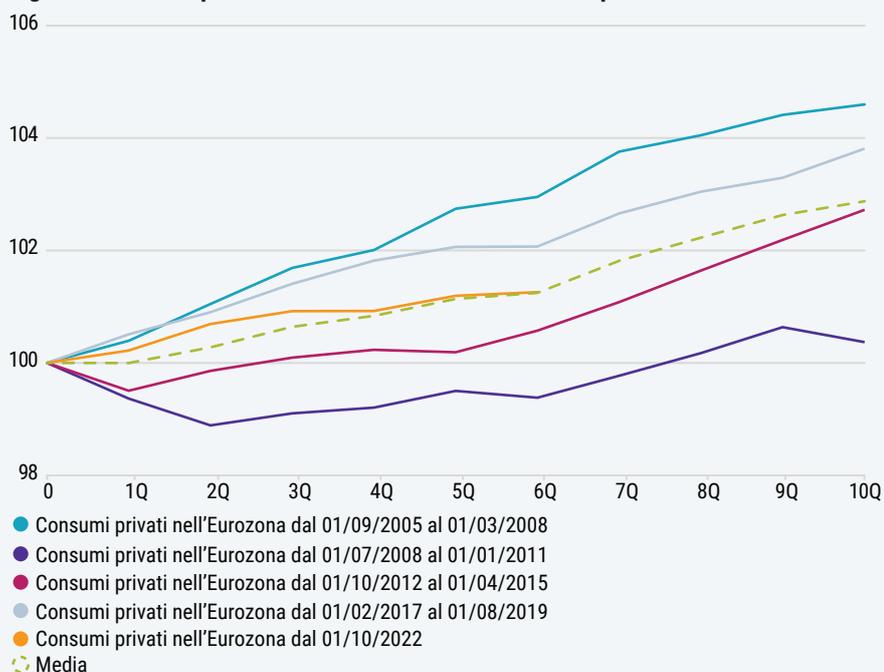
Il nostro scenario rialzista prevede un ciclo di allentamento sincronizzato favorito da una disinflazione generalizzata. Nelle parole del Presidente eletto Trump, gli Stati Uniti stanno davvero entrando in "un'età dell'oro", che ricorda quella della Germania negli anni '50 o del Giappone negli anni '60 del secolo scorso. Il principale motore della crescita globale continua a marciare: la disoccupazione statunitense risiede appena sotto il 4% rispetto ai livelli attuali, mantenendo la crescita dei consumi al di sopra del trend di lungo periodo del 2% per tutto il 2025. Tuttavia, l'immacolata disinflazione procede grazie ai progressi della produttività e alle abbondanti forniture sui mercati del petrolio, che tengono a freno, rispettivamente, i costi unitari del lavoro e i prezzi dei beni energetici.

Prevediamo un effetto valanga: l'ondata di deregolamentazione promossa da Trump facilita lo sviluppo dell'infrastruttura per l'IA e il comparto dei chip. Il buon andamento dei mercati energetici e l'ulteriore allentamento della Fed in una fase di ripresa ciclica gettano le basi per una ripresa del settore manifatturiero globale. L'inflazione scende nell'intervallo dell'1,75-2,25%, permettendo alle banche centrali di ridurre i tassi per scelta anziché per necessità. Convinto che gli Stati Uniti manterranno la loro supremazia tecnologica, Trump sostituisce i toni belligeranti sul fronte commerciale con un atteggiamento più conciliante nei confronti della Cina, aprendo le porte a una distensione dei rapporti e ad una riduzione del rischio anziché a una frattura.

Diminuiscono sia i premi al rischio geopolitico sia gli ostacoli che impediscono agli investitori esteri di (ri)entrare nei mercati cinesi. La Cina riesce a reflazionare in modo duraturo la sua economia, rilanciando i consumi interni grazie ad ampi stimoli fiscali. La debolezza del dollaro e i maggiori afflussi di capitali verso i mercati emergenti creano i presupposti per un ciclo di allentamento prolungato in queste economie grazie al calo dell'inflazione importata. La generazione di utili si estende a tutti i settori dell'economia mondiale in quanto le vendite ricominciano a crescere, mentre il pricing power delle imprese statunitensi si mantiene su livelli storicamente elevati di riflesso alla

vivacità dei consumi negli USA. A livello globale gli spread diminuiscono ulteriormente mentre i multipli azionari statunitensi entrano in territorio di euforia.

Figura 5: Ulteriore potenziale di crescita dei consumi europei nel 2025



Fonte: LSEG Datastream, Robeco.

Scenario ribassista: risveglio da un sogno irrealizzabile

Nel nostro scenario ribassista le speranze di atterraggio morbido contenute nelle aspettative di consensus si rivelano un sogno irrealizzabile. L'escalation dei conflitti tra gli Stati (attualmente se ne contano 59, il numero più alto del secondo dopoguerra) costringe i governi ad aumentare la spesa militare ben oltre il 2% del PIL richiesto dalla NATO. A sua volta, il livello sconsiderato della spesa pubblica alimenta l'inflazione, con ricadute negative sui mercati obbligazionari.

La parola preferita di Trump, "dazi", risveglia i timori di quasi un secolo fa: lo Smoot-Hawley Tariff Act del 1930 comportò un aumento significativo dei dazi su migliaia di prodotti importati, spingendo altri paesi a rispondere per le rime con l'introduzione di dazi sui prodotti statunitensi, che ridussero notevolmente le esportazioni degli USA. Il provvedimento frenò il commercio internazionale per diversi anni e in definitiva aggravò la Grande depressione. La storia sta per ripetersi?

Tornando al 2025, la guerra commerciale si intensifica e le pressioni stagflazionistiche aumentano, poiché i dazi spingono al rialzo i prezzi interni, oberando i consumatori statunitensi, mentre le imprese riducono gli investimenti a fronte dell'incertezza sui commerci. L'inflazione da costi aumenta a causa di nuove interruzioni delle catene di fornitura globali causate da guerre ibride, accesi conflitti e tensioni crescenti tra Cina e Taiwan. La Cina deve fare i conti con l'aumento della disoccupazione giovanile, con gli alti dazi statunitensi e con la conseguente instabilità sociale. Per stimolare l'economia Pechino tira fuori il "bazooka" e intensifica i toni belligeranti contro Taiwan per distrarre l'opinione pubblica dalla crescente sofferenza dell'economia interna, lasciando deprezzare lo yuan rispetto al dollaro.

Nelle economie sviluppate i tassi d'interesse a lungo termine salgono più velocemente di quelli a breve poiché gli investitori obbligazionari, nutrendo timori per l'inflazione futura, chiedono una maggiore remunerazione per il rischio a questa associato. Al contempo, Trump sollecita la Fed a mantenere bassi i tassi a breve termine. Tutto questo destabilizza le aspettative d'inflazione, destando preoccupazione nelle banche centrali. Il processo di disinflazione richiede adesso quale contropartita una maggiore disoccupazione. Il mercato obbligazionario fa il grosso del lavoro per la Fed, provocando un rialzo dei tassi a lungo termine.

Un'impennata temporanea dei prezzi del petrolio e dei rendimenti reali spinge l'economia globale in recessione. Gli utili societari diminuiscono del 20%, gli spread dei titoli high yield si allargano e i mercati azionari entrano in una nuova fase ribassisti. La Fed reagisce alla contrazione economica allentando la politica monetaria allorché la disoccupazione supera il 4,5%.

Tabella 3: Risparmi/costi (-) delle proposte di Trump secondo la stima centrale del CRFB (miliardi, 2026-2035)

		PIB reale	Inflazione
Estensione e modifica di parti del Tax Cuts & Jobs Act	-5,35	▲	▲
Riduzione delle imposte sulle persone fisiche e ampliamento degli sgravi fiscali	-3,75	▲	▲
Riduzione delle imposte sulle imprese e ampliamento degli sgravi fiscali	-0,25	▲	▲
Aumento delle risorse per la sanità e l'assistenza a lungo termine	-0,15	▲	▲
Aumento della spesa per la difesa	-0,4	▼	▲
Sostegno ai congedi retribuiti, alle strutture prescolari, all'assistenza all'infanzia e all'istruzione	0		
Limiti all'immigrazione e potenziamento della sicurezza alle frontiere	-0,35	▼	▲
Aumento della spesa e degli sgravi fiscali legati all'edilizia abitativa	-0,15	▲	▲
Subtotale: politiche che accrescono il disavanzo	-10,4		
Aumento delle imposte sulle imprese e sui contribuenti ad alto reddito	0		
Aumento dei dazi	2,7	▼	▲
Riduzione di altre voci di spesa e degli sgravi fiscali	1	▼	▼
Subtotale: politiche che riducono il disavanzo	3,7		
Interessi netti	-1,05	▼	▼
Impatto complessivo del disavanzo netto	-7,75	da neutrale a negativo	aumento dell'inflazione

Fonte: CRFB, Robeco

3. Prospettive dei mercati finanziari

→ Se c'è un fattore che nel corso di quest'anno si è distinto in positivo (ancorché in modo concentrato) sui mercati finanziari, tale fattore è il momentum. I vincitori passati si sono rivelati i vincitori futuri. L'S&P 500 ha continuato a riflettere la perdurante eccezionalità degli Stati Uniti, registrando da inizio anno uno dei rally più pronunciati dell'ultimo decennio, che ha spinto il P/E corretto per il ciclo (CAPE) dell'S&P 500 – una metrica di valutazione attentamente monitorata – su livelli osservati solo altre due volte negli ultimi 125 anni (1998 e 2021).

Tuttavia, in questo contesto di valutazioni elevate, sappiamo anche che il momentum può cambiare repentinamente al mutare del quadro macro. Si pensi al sell-off dei mercati sviluppati all'inizio di agosto o, per contro, al rally sorprendente registrato dal mercato azionario cinese in settembre partendo da multipli di valutazione a cifra singola storicamente bassi. Questi eventi dimostrano che gli investitori multi-asset devono valutare costantemente l'evoluzione del panorama dei mercati da diversi punti di vista. Momentum, fattori tecnici, quadro macro, valutazioni e condizioni di liquidità dovrebbero tutti giocare un ruolo in tal senso.



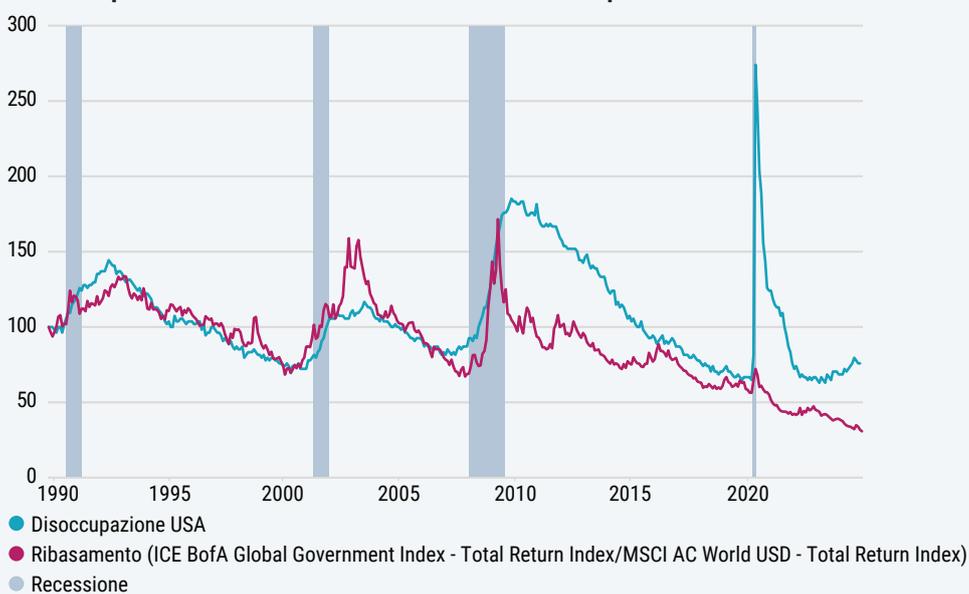
La continua rotazione dei regimi di trading descritta nella prima parte di questa pubblicazione, nonché l'ottica di breve periodo evidenziata dal dominante fattore momentum, indicano che qualcosa bolla in pentola nel 2024 e che i mercati andranno in cerca di una direzione nel 2025. Molte attività finanziarie offrono premi al rischio interessanti, ma necessitano di un catalizzatore per sbloccare valore a beneficio degli investitori.

Importanti indizi in termini di direzionalità arriveranno dal programma politico di Trump, dagli sviluppi macro più ampi e dalle condizioni di liquidità a livello globale. In primo luogo, mentre scriviamo il "Trump trade" spopola sui mercati, segno che gli investitori nutrono speranze nell'agenda MAGA 2.0. I mercati azionari hanno festeggiato allorché la schiacciante vittoria dei Repubblicani ha spazzato via qualsiasi incertezza sulla transizione dei poteri e sulla probabile proroga del Tax Cuts and Jobs Act del 2017. La curva dei rendimenti è diventata più ripida in previsione di un aumento dei disavanzi di bilancio e dell'inflazione da costi, e il dollaro si è rafforzato in vista di un aumento dei dazi e degli sgravi fiscali. Tuttavia, riteniamo che l'agenda politica di Trump potrebbe avere in definitiva risvolti stagflazionistici. Dopo le speranze iniziali, i mercati azionari potrebbero subire una battuta d'arresto non appena le implicazioni di un'ondata di dazi diventeranno più tangibili.

In secondo luogo, i consumi statunitensi continuano a rivestire un'importanza fondamentale per i mercati finanziari globali, poiché rappresentano il 70% del valore dell'economia statunitense. Se però, come prevediamo, i consumi USA dovessero raffreddarsi nella prima metà del 2025, l'ottimismo potrebbe dimostrarsi vulnerabile. In terzo luogo, come dimostra la netta sovraperformance dell'azionario globale rispetto ai titoli di Stato, il mercato sembra convinto che la disoccupazione statunitense rimarrà contenuta, nonostante i segnali di una risalita dai minimi nel 2024. Negli ultimi trent'anni, infatti, la performance relativa delle obbligazioni sovrane globali rispetto alle azioni globali ha replicato l'andamento della disoccupazione USA (Figura 6). In quarto luogo, il miglioramento della liquidità globale dovuto al sostegno delle politiche fiscali e monetarie procicliche lascia presagire una nuova sovraperformance degli asset rischiosi rispetto ai titoli di Stato nel corso del prossimo anno.

Infine, il cammino per i mercati azionari potrebbe essere insidioso, poiché ogni tanto i dati macro dipingeranno un quadro di atterraggio duro. Le valutazioni storicamente elevate delle azioni statunitensi in un contesto di forte rischio geopolitico rendono il mercato suscettibile a brusche correzioni e giustificano una protezione dal rischio di downside. La nostra analisi dei livelli di CAPEY (definito come la differenza tra il reciproco del CAPE di Shiller e il rendimento reale obbligazionario medio) rivela che, dato l'attuale livello delle valutazioni del settore tecnologico USA, esiste una probabilità del 30% di un sell-off del 30%⁴.

Figura 6: I titoli di Stato globali battono costantemente le azioni globali solo quando il tasso di disoccupazione USA è su una traiettoria ascendente di tipo recessivo



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

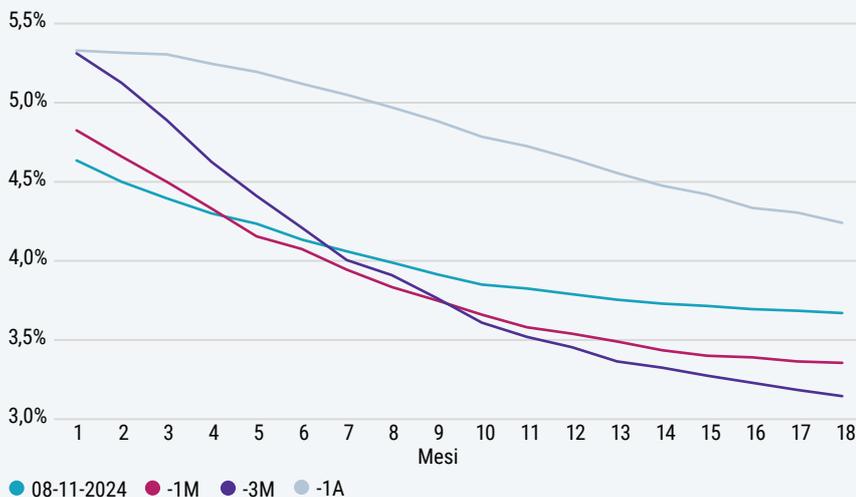
Prospettive di obbligazioni e tassi

Con l'elezione di Trump, sul mercato è già aumentata l'incertezza riguardo a un ulteriore allentamento della politica monetaria, come si evince dallo spostamento verso l'alto di 50 pb della curva dei futures sui Fed Fund rispetto a settembre 2024.

In generale, questa curva si è mossa continuamente per tutto il 2024 al mutare dei regimi di trading via via prevalenti. Il tasso terminale della Fed del 3,5% attualmente scontato dai mercati sembra collocarsi verso l'estremo inferiore dello spettro, considerando la resilienza dell'economia statunitense, i buoni tassi di utilizzo della capacità industriale, la pressoché totale assenza di capacità inutilizzata nei mercati del lavoro e i segnali di miglioramento della produttività. In Europa, la BCE avrà più urgenza di ridurre i tassi d'interesse rispetto alla Fed in vista dell'impatto dei dazi di Trump sull'economia europea.

⁴ Robeco 5-year Expected Returns 2025-2029, p. 57.

Figura 7: Il "Trump trade" ha comportato un aumento dei tassi terminali



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

Attualmente il nostro modello del fair value suggerisce che il rendimento dei Treasury USA a 10 anni dovrebbe collocarsi intorno al 4,25%. In generale ci aspettiamo sorprese macro negative negli USA, poiché le nostre previsioni sul PIL statunitense per il 2025 sono inferiori al consensus, mentre l'inflazione dovrebbe superare le attese nella seconda metà del prossimo anno. Date le condizioni tese nell'economia statunitense, riteniamo possibile uno scenario di reflazione. Pertanto, i rendimenti obbligazionari USA dovrebbero toccare un picco nel range del 4,5-5,0%, di riflesso a una crescita nominale dell'economia statunitense superiore in media al 4% nel 2025.

Storicamente, nell'anno successivo all'avvio dei tagli dei tassi d'interesse da parte della Fed, i rendimenti obbligazionari a 10 anni sono in media diminuiti. Tuttavia, un'eccezione degna di nota è stata l'atterraggio morbido del 1995, quando i rendimenti a 10 anni hanno chiuso in rialzo di 50 pb rispetto al livello registrato all'inizio dell'allentamento. Nel nostro scenario rialzista c'è più spazio per una crescita non inflazionistica, che offre alla Fed maggiori margini di manovra per ridurre i tassi, con il probabile rally del tratto a lunga della curva. Nel nostro scenario ribassista i rendimenti obbligazionari a 10 anni superano il 5% a causa dei timori riguardo alla sostenibilità dei conti pubblici.

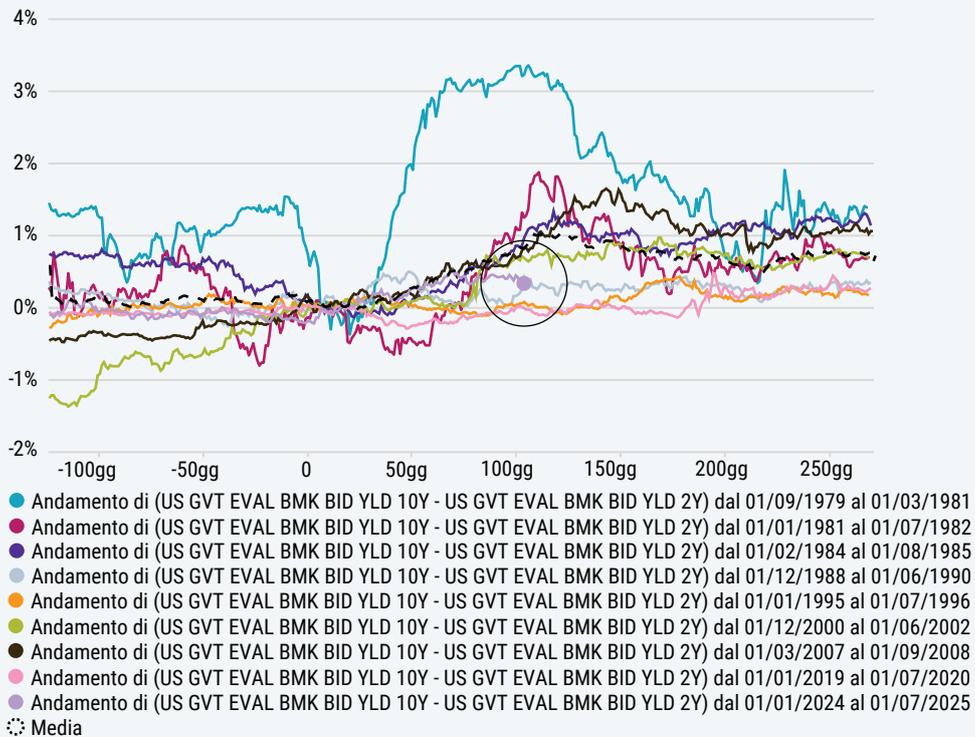
Figura 8: Con un atterraggio morbido, i rendimenti decennali sono più alti 12 mesi dopo l'avvio di un ciclo di allentamento



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

La previsione di un irripidimento della curva potrebbe avere un potenziale limitato nello scenario di base in cui gli Stati Uniti non subiscono una contrazione significativa. Ci troveremmo cioè in una situazione analoga a quella del 1995, quando il tratto della curva tra i 2 e i 10 anni si irripidì meno della media storica nell'anno successivo all'inizio del ciclo di allentamento della Fed. Inoltre, un eventuale aumento inatteso dell'inflazione provocato da un policy mix prociclico nel 2025 impedirà probabilmente un bear steepening della curva. Nel 2025 i rendimenti reali potrebbero diminuire a causa della prevista combinazione di sorprese al ribasso sulla crescita abbinate a sorprese al rialzo sull'inflazione.

Figura 9: Minori chance di un irripidimento della curva?



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

Credito e high yield

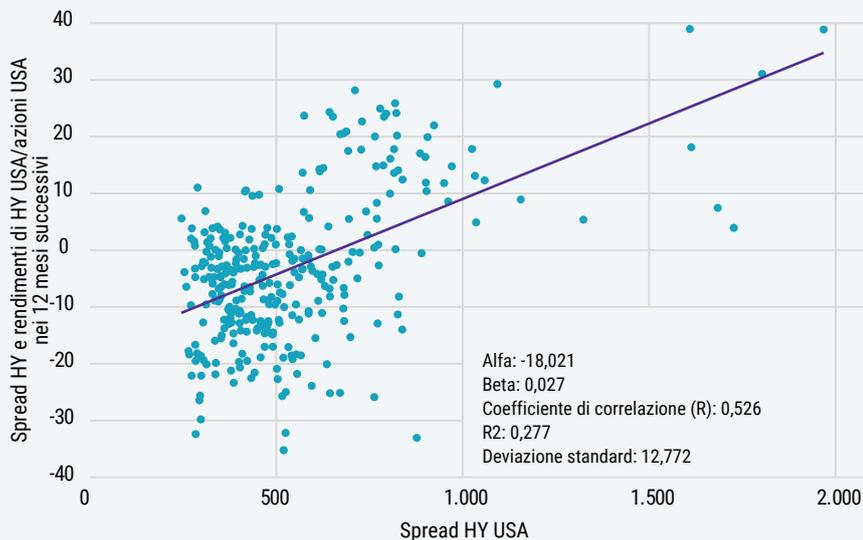
Per quanto riguarda l'obbligazionario rischioso – segmenti investment grade e high yield – osserviamo che gli spread hanno raggiunto il decile più basso. Il nostro modello del fair value per l'high yield suggerisce che attualmente i differenziali di rendimento dovrebbero attestarsi intorno ai 470 pb; tuttavia, a quota 300,⁵ gli spread dei titoli high yield globali segnalano chiaramente livelli di valutazione eccessivi. Un'analoga differenza con il nostro modello del fair value si è manifestata nel novembre 2006. Allora ci vollero altri sette mesi prima che gli spread toccassero un minimo ciclico e iniziassero ad aumentare fino a raggiungere i livelli equilibrati. Da un punto di vista macro e di liquidità, se le condizioni finanziarie migliorano e il ciclo manifatturiero globale registra una ripresa ancorché modesta, gli spread potrebbero rimanere ai livelli attuali.

Come previsto nel nostro scenario di base, le banche centrali ridurranno i tassi per scelta anziché per necessità, sicché il quadro tecnico dovrebbe rimanere robusto e favorevole. L'attesa diminuzione dei tassi privi di rischio dovrebbe incentivare un aumento dei flussi verso l'high yield, nonostante gli spread contenuti. La previsione di una crescita inferiore al consensus negli Stati Uniti, il principale mercato high yield, accresce il rischio di un allargamento degli spread. Un aumento dei differenziali di rendimento potrebbe più che compensare il contributo positivo alla performance derivante da un calo del tasso privo di rischio in caso di sorprese macro negative.

L'anno prossimo sarà necessario rifinanziare un importo di obbligazioni corporate in scadenza pari al 9% del PIL statunitense. Un ampliamento di 100-200 pb degli spread high yield, che si avvicinerebbero così ai livelli di equilibrio nel 2025, sarebbe coerente con un aumento del rischio di rifinanziamento. I titoli high yield tendono in genere a sovraperformare l'azionario su un orizzonte di 12 mesi una volta che gli spread di partenza superano i 700 pb. Dato che questo livello non è contemplato dal nostro scenario di base, nel 2025 preferiamo assumere un'esposizione al rischio azionario.

⁵ 300 pb è il livello più basso degli spread osservato dal 2007.

Figura 10: L'high yield tende a sovraperformare l'azionario solo dopo un ampliamento significativo degli spread



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

Il credito investment grade statunitense, in particolare, si distingue per gli spread eccezionalmente ridotti. Per contro, il credito investment grade in euro sembra più interessante rispetto all'omologo d'oltreoceano, in quanto gli spread si collocano appena al di sotto della mediana ventennale. Nell'ambito dell'investment grade a stelle e strisce, la parte lunga della curva è particolarmente costosa. In aggiunta, la compressione degli spread tra le obbligazioni con rating A e BBB è vicina ai minimi storici sia in Europa che negli Stati Uniti. Pur essendo costosi, i titoli investment grade sono più convenienti rispetto agli omologhi high yield. Inoltre, rileviamo che negli ultimi tre cicli di allentamento l'investment grade ha sovraperformato l'high yield.⁶ Nel complesso, nel 2025 il divario di performance tra high yield e investment grade potrebbe diminuire.

Figura 11: L'HY globale è costoso come nel periodo precedente la crisi finanziaria globale



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

⁶ Toutefois, la Fed a été contrainte d'assouplir sa politique lors de ces cycles.

Prospettive del mercato azionario

Un mercato a fine ciclo si caratterizza di solito per una combinazione di compressione dei multipli e crescita positiva degli utili negli Stati Uniti. Nel nostro scenario di base prevediamo performance a cifra singola media per l'S&P 500 con una crescita degli utili per azione (EPS) del 9%, ma l'aumento dei rendimenti reali ridurrà probabilmente gli elevati multipli azionari statunitensi nel corso del 2025. Per contro, l'Europa rimane indietro nel ciclo rispetto agli Stati Uniti. Prevediamo un'espansione dei multipli europei per via delle sorprese positive sugli utili nel Vecchio Continente e dei tassi di sconto relativamente ridotti, con una riduzione dello scarto valutativo storicamente elevato in termini di P/E rispetto agli Stati Uniti.

Nello scenario rialzista ci aspettiamo che l'euforia prenda il sopravvento sulla scia di una crescita generalizzata degli EPS dettata da una ripresa ciclica sincronizzata. I multipli registrano un'espansione mentre la crescita degli EPS sorprende al rialzo rispetto all'incremento a doppia cifra medio-bassa atteso sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti. Nello scenario ribassista, tuttavia, prevediamo una recessione degli utili del 20%, poiché la stagflazione spinge al rialzo i costi e raffredda al contempo la domanda aggregata. Inizialmente i multipli subiranno una compressione poiché i corsi azionari diminuiranno più velocemente degli EPS, ma poi torneranno a salire verso il 2026 in previsione di una ripresa innescata dagli ulteriori tagli di emergenza attuati dalla Fed.

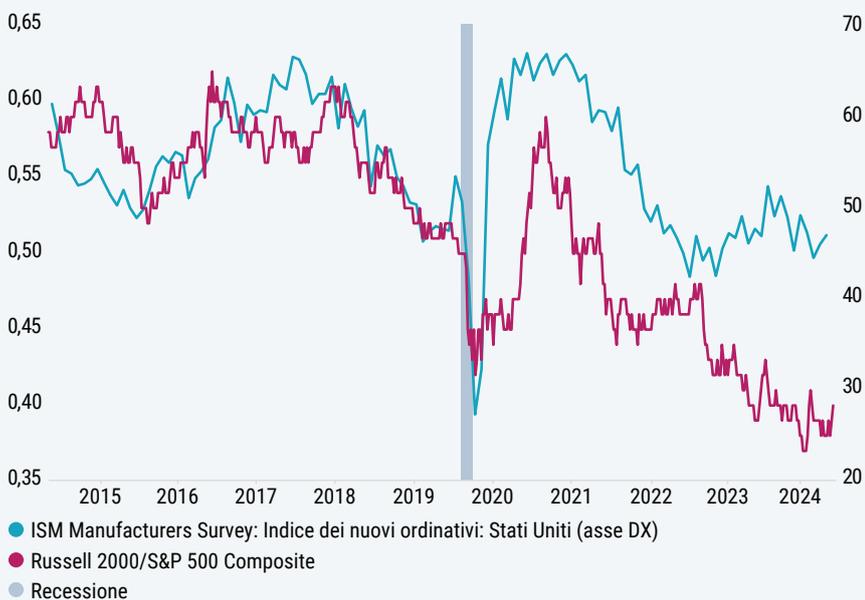
Figura 12: Ampio divario tra le valutazioni azionarie e i rendimenti reali negli USA



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

In ambito azionario prevediamo una buona performance delle small cap e dei titoli value statunitensi, poiché i dazi gioveranno alle imprese nazionali, coerentemente con un'amministrazione anti-globalista. La riduzione al 15% dell'aliquota d'imposta USA sulle imprese potrebbe aiutare soprattutto le aziende più piccole. Inoltre, le small cap e le azioni value hanno sottoperformato nel corso di un rally trainato dai titoli growth, sono ancora sottovalutate e hanno registrato una performance discreta anche verso l'inizio della prima amministrazione Trump.

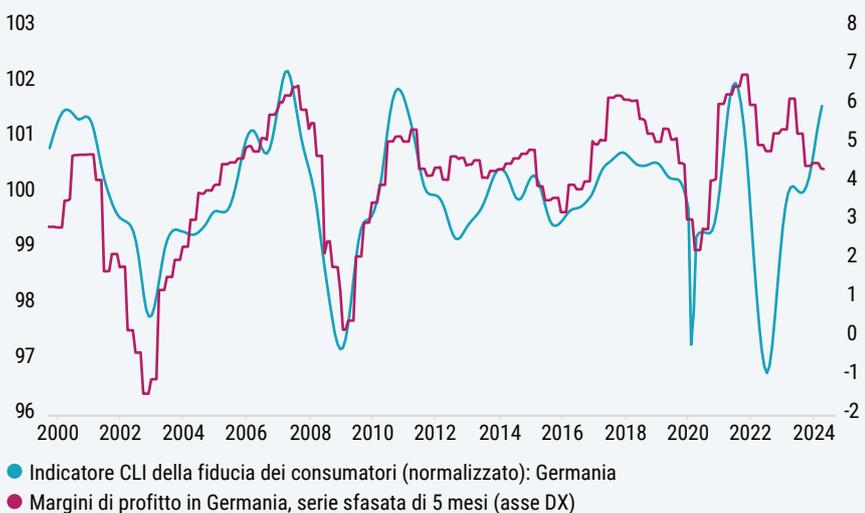
Figura 13: Nonostante il recente rally delle small cap, permane un ampio divario con gli indicatori anticipatori



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

Il mercato ha accolto con entusiasmo la netta vittoria dei Repubblicani. Tuttavia, il rally azionario potrebbe subire una battuta d'arresto non appena gli aspetti delle politiche di Trump meno favorevoli alla crescita, in particolare i dazi, diventeranno visibili e intaccheranno l'ottimismo sugli utili. Durante la prima amministrazione Trump, le aspettative sugli EPS per il 2019 diminuirono notevolmente nel corso del 2018, allorché la spinta derivante dagli sgravi fiscali lasciò il posto a un'escalation della guerra commerciale. Le nostre previsioni sugli EPS dell'S&P 500 sono inferiori al consensus.

Figura 14: Migliori prospettive per i margini delle imprese tedesche nel 2025



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

Figura 15: Divergenza tra le revisioni delle stime sugli EPS e i multipli globali



Fonte: LSEG Datastream, Robeco

Prospettive dei mercati valutari

A nostro avviso il dollaro USA è sopravvalutato, mentre lo yen è sottovalutato. La valuta statunitense è scambiata a un livello superiore a quello basato sulla parità dei poteri d'acquisto (con un premio del 18%). Anche se l'indice del dollaro ponderato per l'interscambio di norma si rafforza dopo un picco di incertezza politica, l'aumento del prezzo dell'oro segnala un indebolimento dello status di bene rifugio del biglietto verde. Nel nostro scenario rialzista prevediamo che il dollaro toccherà un apice se la Fed continuerà a ridurre i tassi d'interesse a fronte di una disinflazione benevola. Nel nostro scenario di base il dollaro potrebbe continuare a rafforzarsi, soprattutto se la Fed rallenterà l'allentamento e l'economia statunitense darà prova di buona tenuta rispetto al resto del mondo nella seconda metà del 2025.

Al contempo, la coppia USD/JPY solletica il nostro interesse, poiché lo yen è estremamente sottovalutato in termini di parità dei poteri d'acquisto. A livello esterno la valuta giapponese potrebbe rafforzarsi se la Fed continuerà a ridurre i tassi di riferimento o se le turbolenze geopolitiche spingeranno gli investitori verso i beni rifugio. Sul fronte interno, intanto, nel 2025 la Bank of Japan potrebbe alzare i tassi in risposta al trasferimento degli aumenti dei costi di produzione sui consumatori.

Sintesi

William McChesney Martin, il presidente della Fed con la maggiore longevità di servizio (1951-1970), era spesso ritratto mentre fumava la pipa. Dovendo affrontare le complessità dei cicli economici, avrebbe indubbiamente apprezzato "Il tradimento delle immagini", l'iconico quadro dipinto dal surrealista Magritte nel 1929. Nel 2025 i dati macro e le notizie sulle politiche dell'amministrazione Trump dipingeranno talvolta un quadro che non rispecchia fedelmente la realtà, spingendo il mercato a credere che l'economia sia in fase di atterraggio quando in realtà non lo è.

Ci aspettiamo dunque un altro anno caratterizzato da una rotazione continua dei regimi di trading, soprattutto con l'avvio della politica daziaria di Trump. Molte attività finanziarie offrono premi al rischio interessanti, ma necessitano di un catalizzatore per sbloccare valore; uno di questi potrebbe essere una flessione del dollaro per gli asset dei mercati emergenti. Nel 2025 gli investitori potranno beneficiare di un percorso di investimento più stabile investendo in fondi flessibili in grado di cogliere queste opportunità innescate da catalizzatori e di evitare le perdite quando il mercato sconta scenari differenti.

4. Punti chiave del 2025

	Checklist	Adesso	Aspettative tra 12 mesi
<p>→ Le valutazioni delle azioni statunitensi hanno raggiunto livelli storicamente elevati. I rendimenti reali devono diminuire per giustificare i livelli attuali, anche per un S&P 500 equiponderato. Attesa una moderata compressione dei multipli USA in un mercato a fine ciclo. I multipli europei potrebbero aumentare ed evidenziare una diminuzione dello sconto valutativo rispetto agli USA. La crescente probabilità di grandi stimoli fiscali in Cina provoca un aumento dei multipli dei ME con un miglioramento degli EPS.</p>	Valutazioni	● ● ●	● ● ●
<p>Gli utili societari possono migliorare rispetto ai livelli di crescita del 2024, ma è improbabile che negli USA superino del 14% le stime di consensus sugli EPS a 12 mesi. Dopo l'impulso agli EPS derivante dai previsti sgravi fiscali, le politiche di Trump sfavorevoli alla crescita (dazi) creeranno un rischio di downside per l'andamento degli EPS nel 2025. Tuttavia, si prevede che gli EPS USA supereranno quelli europei (anche se l'Europa sta recuperando terreno grazie alla debolezza dell'euro, al raggiungimento di un punto di minimo nel ciclo manifatturiero e al rafforzamento dei consumi interni).</p>	Utili	● ● ●	● ● ●
<p>Negli Stati Uniti e in Giappone si prevede una continuazione dell'espansione fiscale prociclica. In Europa l'impulso della politica fiscale è destinato a migliorare a fronte della spinta di Trump per una maggiore autosufficienza, ma in modo eterogeneo tra i diversi paesi. Rischio: il nuovo governo tedesco spinge per politiche favorevoli alla crescita e sostiene un'espansione fiscale anticiclica.</p>	Politica fiscale	● ● ●	● ● ●
<p>I rischi per il duplice mandato potrebbero risultare meno equilibrati di quanto previsto dalla Fed. Data la pressoché totale assenza di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro, i rischi per l'inflazione sono orientati al rialzo rispetto a quelli per la crescita. C'è poco spazio per una crescita non inflazionistica in un'economia statunitense resiliente dove si prevede un'ulteriore inflazione da costi indotta dai dazi. La BCE ha maggiori margini per ridurre i tassi, visto il rallentamento di quella che era un tempo la potenza industriale tedesca.</p>	Politica monetaria	● ● ●	● ● ●

	Checklist	Adesso	Aspettative tra 12 mesi
Margini limitati per un ulteriore irripidimento negli Stati Uniti nell'eventualità di un atterraggio morbido, con l'avvicinarsi di un punto di svolta dell'inflazione. Inizialmente maggiore spazio per un irripidimento della curva europea. Rischio: ulteriore "bear steepening" negli USA con l'acuirsi dei timori per i conti pubblici, con ricadute globali.	Pendenza della curva dei rendimenti ↑	● ● ●	● ● ●
L'HY globale è sopravvalutato di 150 pb, ma ciò è giustificato dallo slancio economico degli USA. Rischio: il rifinanziamento e una serie di sorprese macro negative potrebbero causare un allargamento degli spread.	Spread ↑	● ● ●	● ● ●
L'eccezionalità degli USA e le prospettive di nuovi dazi rafforzano l'USD nonostante livelli di valutazione troppo elevati. Rischio: Trump preferisce un dollaro più debole. L'alto prezzo dell'oro erode lo status di bene rifugio dell'USD. Lassismo fiscale in aumento con il MAGA 2.0.	USD ↓	● ● ●	● ● ●
Sul mercato dell'energia si registra un'offerta adeguata. Gli Stati Uniti, in qualità di fornitore globale marginale, beneficiano della deregolamentazione e dell'aumento della produzione sotto Trump. Rischio: La politica estera di Trump, basata sul principio della "pace con la forza", potrebbe far salire i premi al rischio geopolitico nei mercati delle materie prime.	Prezzi del petrolio/beni energetici ↑	● ● ●	● ● ●
Nel 2025 dovrebbero proseguire le condizioni finanziarie favorevoli osservate negli Stati Uniti e in Europa. Le riserve bancarie statunitensi sono ancora abbondanti. Rischio: aumento delle emissioni nette di Treasury con l'estensione del Tax Cuts & Jobs Act (TCJA), valutazioni eccessive degli asset statunitensi.	Condizioni finanziarie ↓	● ● ●	● ● ●
I mercati immobiliari sono soggetti a vincoli dal lato dell'offerta (fuorché in Cina). L'allentamento delle condizioni finanziarie e la stabilizzazione della crescita dei salari nominali migliorano l'accessibilità degli alloggi.	Mercato immobiliare	● ● ●	● ● ●
Previsto un ulteriore modesto raffreddamento dei mercati del lavoro di Stati Uniti e Germania. Alla fine del 2025 la disoccupazione nei paesi del G7 salirà dello 0,4-0,5% al massimo.	Mercato del lavoro	● ● ●	● ● ●

5. Investimenti sostenibili: occhi puntati sul premio a lungo termine

→ In vista del 2025, l'incertezza economica e l'imprevedibilità dei mercati finanziari contemplate dal nostro scenario di base potrebbero indurre alcune imprese e alcuni investitori ad attribuire minore importanza alla sostenibilità nel breve periodo. Tuttavia, riteniamo che la tendenza a lungo termine verso la sostenibilità e la decarbonizzazione dell'economia globale sia ben consolidata e che l'attuale traiettoria rimarrà inalterata, anche se in uno scenario rialzista vi sarebbe maggiore spazio per un'accelerazione di questo trend. Gli investitori sostenibili con un orizzonte di lungo periodo hanno dunque le carte in regola per guardare oltre le difficoltà dei prossimi 12 mesi.



Dal punto di vista dell'impatto, è probabile che la prossima amministrazione statunitense si ritiri dall'Accordo di Parigi e riduca il sostegno alle industrie verdi ostacolando, ma non fermando i progressi verso gli obiettivi globali di sostenibilità.

In Europa, nonostante le difficoltà strutturali, la ripresa della crescita, il rafforzamento della spesa per consumi e il basso tasso di disoccupazione sarebbero generalmente vantaggiosi per chi investe in chiave sostenibile. Le imprese europee tendono a battere quelle statunitensi e asiatiche nelle valutazioni di sostenibilità e dovrebbero continuare a farlo anche nel 2025, visto l'inasprimento delle norme europee in materia di rendicontazione ESG. Negli Stati Uniti un'amministrazione repubblicana potrebbe ridurre gli incentivi alla trasparenza aziendale o agli impegni di sostenibilità. Anche il quadro di medio termine per le industrie verdi in Europa è favorevole, grazie allo slancio e al supporto politico alla decarbonizzazione e alla solida posizione del Vecchio Continente nelle tecnologie pulite.

Negli Stati Uniti, in assenza di chiarezza sulle prospettive macro, il quesito più pressante per gli investitori interessati alla sostenibilità riguarda le ricadute del cambio di amministrazione sulle industrie verdi e sulla finanza sostenibile. Gli Stati repubblicani hanno beneficiato notevolmente dei fondi stanziati dall'Inflation Reduction Act, per cui ci aspettiamo che questi finanziamenti vengano confermati, al pari del supporto bipartisan a settori chiave come le infrastrutture e le reti elettriche. Nello scenario ribassista, tuttavia, l'attenzione alla sostenibilità potrebbe diminuire notevolmente e le catene di fornitura di importanti industrie verdi potrebbero risentire di una guerra dei dazi tra Cina e Stati Uniti.

Azionario sostenibile

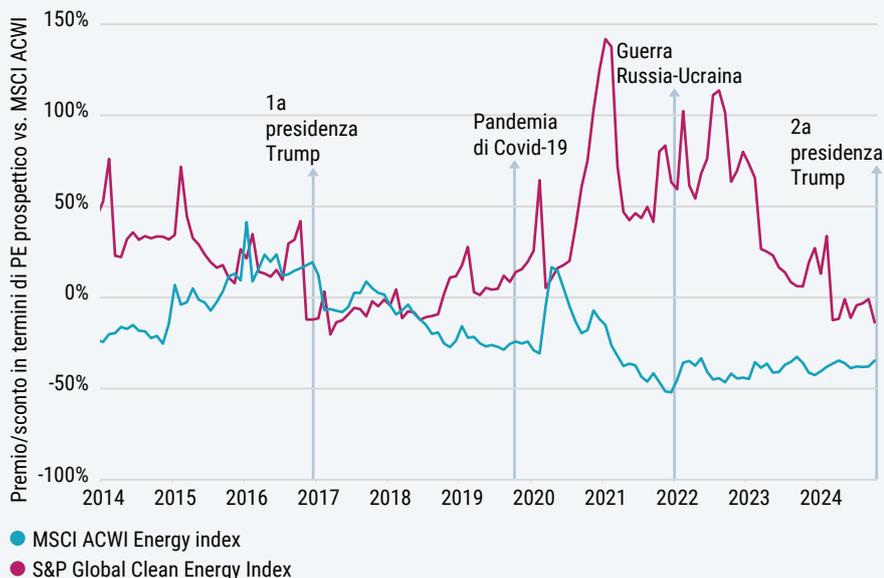
Nel corso del 2024 gli indici legati a tematiche ESG hanno leggermente sottoperformato i benchmark convenzionali (anche se il quadro varia notevolmente a seconda della regione e dell'approccio d'investimento sostenibile) e segnato lievemente il passo rispetto al 2023. Tuttavia, l'andamento degli investimenti ESG è migliorato dal 2022 grazie alla sovraperformance dei settori della tecnologia, delle comunicazioni e della finanza, nonché alla sottoperformance registrata dal comparto energetico dall'inizio di quest'anno.

Dal 2023, nei mercati sviluppati, i premi di valutazione degli indici azionari con etichetta ESG e SRI rispetto ai benchmark convenzionali si sono mediamente ridotti. Tale fenomeno è da ricondursi in parte all'azione di forze regionali, come la concentrazione del mercato azionario statunitense, dove i primi sette titoli hanno influenzato il quadro delle valutazioni relative degli indici ESG rispetto a quelli convenzionali.

Questo è un aspetto da monitorare nei prossimi 12 mesi: gli approcci attivi alla sostenibilità che presentano una minore concentrazione nei sette maggiori titoli potrebbero trarre maggiore vantaggio, rispetto agli approcci passivi, da un ulteriore allargamento della performance degli indici convenzionali. Nell'ambito dei mercati emergenti ha giocato probabilmente un ruolo anche la minore esposizione alla Cina, ad esempio nell'EM SRI Index, in quanto le azioni cinesi sono scambiate a sconto rispetto a quelle di altri mercati emergenti.

Nell'area delle rinnovabili, un fattore d'ostacolo nel 2024 è stato il difficile contesto macro, caratterizzato da un'inflazione e da tassi d'interesse inaspettatamente elevati e dalla conseguente volatilità. I titoli dell'energia pulita hanno subito un marcato repricing rispetto al settore energetico tradizionale e oggi sono quanto mai convenienti.

Figura 16: Valutazioni prospettiche degli indici Clean Energy e ACWI Energy rispetto alle azioni globali

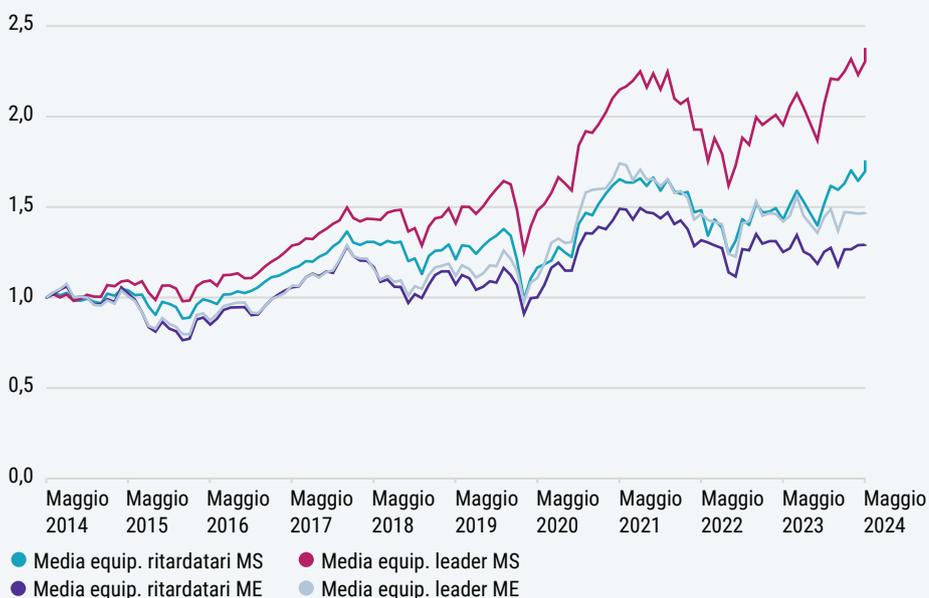


Fonte: Bloomberg. Dati al 30 ottobre 2024.

I cambiamenti degli orientamenti sulla denominazione dei fondi in Europa nel 2025 permetteranno di differenziare ulteriormente la gamma di opportunità, perché alcuni indici e prodotti abbandoneranno le diciture "ESG" e "Sustainable" per adottare quella di "Transition", con una maggiore flessibilità in termini di investimenti. Storicamente le società leader della transizione climatica⁷ hanno sovraperformato rispetto ai ritardatari sia nei paesi sviluppati che in quelli emergenti, e sia nei settori ad alte emissioni che in quelli meno inquinanti.

⁷ Definiamo "leader della transizione climatica" le imprese che si sono date obiettivi di decarbonizzazione credibili e che sono allineate o in via di allineamento con l'Accordo di Parigi.

Figura 17: Nei mercati sviluppati ed emergenti si osserva un andamento simile delle performance passate



Fonte: Transition investing: Exploring alpha potential, Robeco Global (2024).

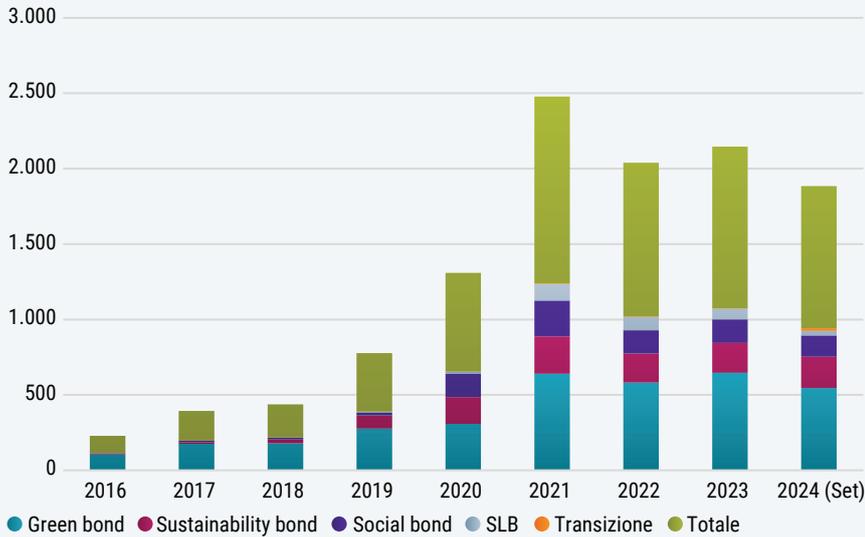
Con il proseguire della disinflazione nella prima metà del 2025, un contesto di tassi d'interesse contenuti e bassa inflazione gioverà gli approcci tematici orientati alla crescita. Tuttavia, nella seconda metà dell'anno, avvicinandoci a un punto di svolta dell'inflazione, le sorprese al rialzo sul fronte della crescita dei prezzi potrebbero diventare sempre più frequenti. Ciò pregiudicherà anche il ciclo di allentamento e inciderà probabilmente sulle valutazioni relative degli indici ESG rispetto a quelli convenzionali nonché sugli approcci tematici. Nel complesso, le prospettive sono poco chiare e dipendono dal quadro macro e politico, mentre l'incertezza sulle future politiche statunitensi potrebbe comportare divergenze regionali.

Obbligazionario sostenibile

Nel 2024 il mercato delle obbligazioni green, social, sustainability e sustainability-linked (GSS+) ha evidenziato un ottimo andamento, sospinto dalla domanda sostenuta di green bond, che giocano un ruolo cruciale nel finanziare la transizione verso un futuro sostenibile. A fine settembre le emissioni avevano raggiunto i 942 miliardi di dollari, con i collocamenti di green bond su livelli record. In testa alla classifica delle emissioni troviamo ancora l'Europa, mentre la scadenza del mercato si è allungata grazie a una maggiore diversificazione tra tipi di emittenti, sia del segmento corporate che di quello SSA (sovranari, sovranazionali, agenzie). Questa tendenza alla diversificazione dovrebbe proseguire nel 2025, trainata in particolare dagli emittenti dei mercati emergenti e dai settori con emissioni elevate e difficili da abbattere ("hard to abate"). Si prevede anche una crescente diffusione dei cosiddetti transition bond, soprattutto in Asia.

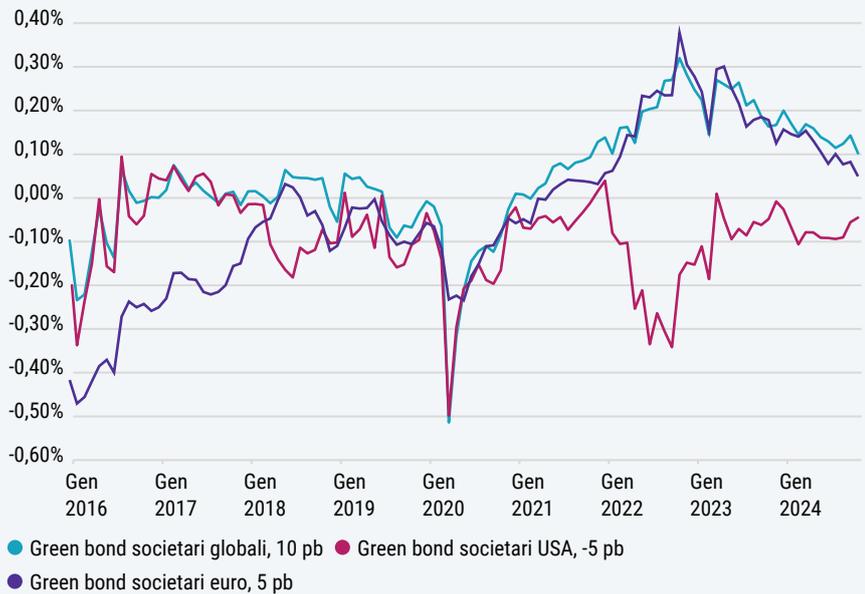
Oggi i green bond presentano valutazioni più interessanti rispetto al passato grazie al calo del greenium (ossia del premio associato alle obbligazioni sostenibili) registrato nel 2024, che può essere per lo più attribuito all'offerta consistente di questi titoli osservata dall'inizio di quest'anno. Tuttavia, ciò non implica una perdita di interesse da parte degli investitori in green bond. Prevediamo che il greenium rimarrà vicino ai livelli attuali, anche se potrebbe aumentare laddove crescesse la domanda di obbligazioni conformi allo standard dell'UE per le obbligazioni verdi europee (EuGB) che entrerà in vigore nel dicembre 2024.

Figura 18: Emissioni di obbligazioni sostenibili



Fonte: Bloomberg NEF

Figura 19: Differenziale di spread: indici di green bond societari vs. obbligazioni corporate convenzionali



Fonte: Bloomberg. Dati al 30 ottobre 2024. Nota: per il calcolo degli OAS (option-adjusted spread) tra gli indici di green bond societari e obbligazioni corporate convenzionali si utilizzano i seguenti indici: Bloomberg MSCI Global Green Bond Index: Corporate, Bloomberg MSCI US Green Bond Index: Corporate, Bloomberg MSCI Euro Green Bond Index: Corporate, Bloomberg Global Agg Corporate 3-7Y, Bloomberg US Credit Corporate 5-10Y, Bloomberg Euro-Aggregate: Corporates.

6. L'anno del transition investing

→ Panorama degli investimenti sostenibili

Nel 2025 il panorama degli investimenti sostenibili continuerà ad essere influenzato dall'evoluzione della normativa, con la sua crescente enfasi sugli obblighi di informativa e sulla standardizzazione. La direttiva in materia di rendicontazione societaria di sostenibilità (CSRD) in Europa impone alle grandi società quotate di pubblicare informazioni ESG nel 2025. Gli investitori dovranno fornire un'informativa dettagliata sull'allineamento dei portafogli di investimento alla Tassonomia dell'UE. Altri paesi, tra cui Regno Unito, Singapore, Canada e Cina, hanno in programma di introdurre obblighi di informativa sulla sostenibilità nei prossimi anni. Sebbene tali norme promuovano la trasparenza e decisioni di investimento più consapevoli, i costi e gli sforzi di conformità sono notevoli e il mancato rispetto degli standard può avere conseguenze negative sul piano finanziario, operativo e reputazionale.

Le autorità di regolamentazione in Europa hanno intensificato i controlli sulla conformità degli asset manager alle norme sulla finanza sostenibile. Per contro, nel nuovo contesto politico atteso negli Stati Uniti, gli investitori e i gestori potrebbero essere spinti a concentrarsi unicamente sui risultati finanziari. Sul versante aziendale, i dirigenti delle imprese potrebbero scegliere di attribuire scarsa priorità alle iniziative di sostenibilità per mancanza di motivazioni e timori di ritorsioni.



Un trend fondamentale nel 2025 sarà quello del transition investing, che è sempre più riconosciuto dalle autorità di regolamentazione come una categoria dell'investimento sostenibile; ci aspettiamo dunque una rapida crescita dei fondi che investono nella transizione. In quest'area è importante prestare attenzione alle definizioni, poiché alcuni fondi si concentrano sulla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, mentre altri adottano un approccio più ampio alla transizione sostenibile.

Clima, natura e azione sociale

Mentre scriviamo è in corso la Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (COP29), che è incentrata sulla formulazione di un nuovo impegno finanziario che sostituisca quello da 100 miliardi di dollari assunto alla COP15 del 2009. La COP30 in programma nel 2025 rivestirà una particolare importanza, poiché i paesi coinvolti dovranno presentare nuovi piani d'azione per il clima e obiettivi di emissione basati sul "bilancio globale" ("global stocktake") del 2023. Un interrogativo importante è se le emissioni cinesi abbiano raggiunto un picco nel 2023 o se la nuova capacità di generazione dal carbone abbia comportato un loro ulteriore aumento.

Le discussioni degli ultimi due anni si sono concentrate sulla questione dei finanziamenti, in particolare sull'idea che i capitali dovrebbero fluire dai paesi ricchi che hanno contribuito al cambiamento climatico verso i paesi poveri che hanno avuto un ruolo minore in tal senso. Mentre gli obiettivi di mitigazione vengono rimandati in attesa di decisioni sui finanziamenti, tutti concordano che l'adattamento e la resilienza richiederanno investimenti considerevoli. È improbabile che gli Stati Uniti contribuiscano alle discussioni sul clima nei prossimi anni, ma, come in passato, non sarà questo a fermare l'impegno e i progressi degli altri paesi.

LNel 2025 assumeranno maggiore importanza le iniziative a favore della natura. La Conferenza delle Nazioni Unite sulla biodiversità (COP16), tenutasi nell'ottobre del 2024, ha fatto passi avanti sul fronte degli sforzi globali di conservazione. Tra i risultati principali figurano l'istituzione di un organismo permanente in rappresentanza dei popoli indigeni e l'enfasi sull'integrazione della biodiversità in tutti i settori. Tuttavia, le persistenti difficoltà associate alla mobilitazione delle risorse sottolineano la necessità di un maggiore sostegno finanziario e di impegni più energici a favore della conservazione.

Nei prossimi mesi le imprese e gli investitori dovranno fissare obiettivi e sviluppare piani d'azione basati su una migliore analisi dei dati. In collaborazione con le organizzazioni naturalistiche, diversi fornitori hanno recentemente pubblicato nuovi set di dati, per cui si prevedono ulteriori progressi anche se nessun dato potrà mai offrire una soluzione miracolosa. Informazioni più approfondite nel 2025 dovrebbero giungere anche dai dati geospaziali dopo gli importanti investimenti effettuati in tutto il settore negli ultimi anni.



I temi ambientali rimarranno prioritari il prossimo anno, ma si registreranno progressi anche sui temi sociali. Nel 2025 la neonata Task Force on Inequality and Social-related Financial Disclosures convocherà alcuni gruppi di lavoro per elaborare un quadro di riferimento globale che consenta alle imprese e alle istituzioni finanziarie di migliorare le informative su impatti, dipendenze, rischi e opportunità sociali.

Azionariato attivo

Prevediamo che le votazioni per delega del 2025 si focalizzeranno ancora su temi quali responsabilità degli amministratori, lotta contro il cambiamento climatico, diversità, equità e inclusione, intelligenza artificiale e natura. Un evento tanto importante quanto impreveduto del 2024 è stata la causa intentata da Exxon contro due azionisti, Follow This e Arjuna Capital, per impedire che la loro proposta di obiettivi climatici più rigorosi venisse sottoposta al voto dell'assemblea. Questa azione legale ha aggirato la tipica procedura per l'esclusione delle proposte degli azionisti prevista dalla SEC, creando un precedente che potrebbe incidere sulle votazioni per delega del 2025 e potenzialmente scoraggiare gli azionisti dal presentare proposte.

Negli Stati Uniti l'opposizione ai temi ESG nel 2024 ha trovato visibilità anche nell'aumento delle proposte anti-ESG, che però hanno ricevuto poco sostegno. Anche se questa tendenza sembra destinata a proseguire nel 2025, i segnali emersi nel 2024 indicano che le proposte degli azionisti su temi legati alla natura cominciano a prendere piede, e comunque non mancheranno gli investitori impegnati con priorità sostenibili che credono nell'azionariato attivo.

In Europa le retribuzioni dei dirigenti hanno ricevuto grande attenzione nel 2024 e rimarranno probabilmente un tema prioritario anche in futuro. Le delibere ispirate al principio "Say on Climate" sono diminuite, ma è aumentato il numero di imprese che sottopongono al voto degli azionisti i loro piani di transizione climatica.

Figura 20: Proposte su temi legati alla natura presentate ogni anno

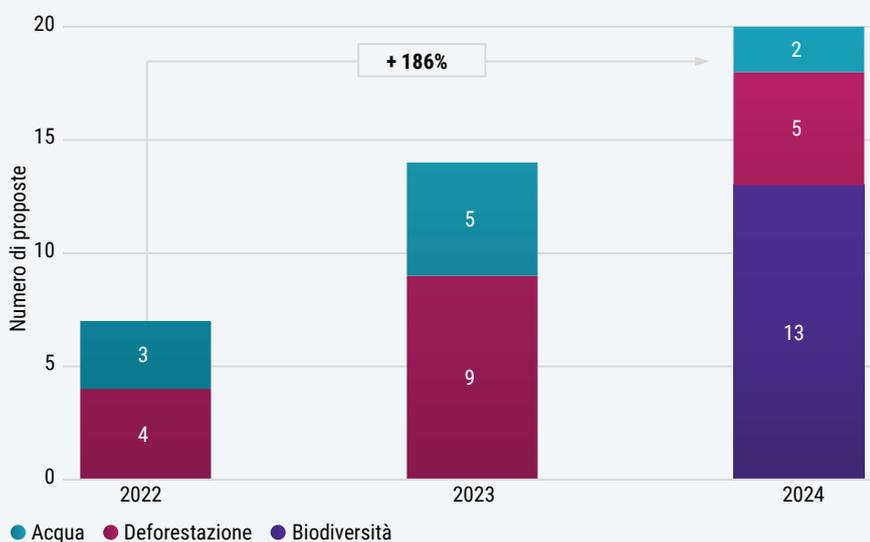
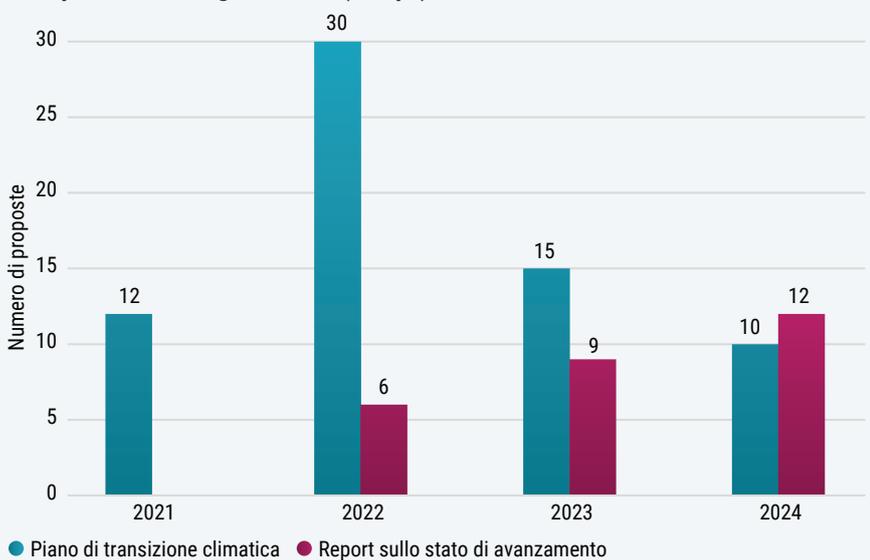


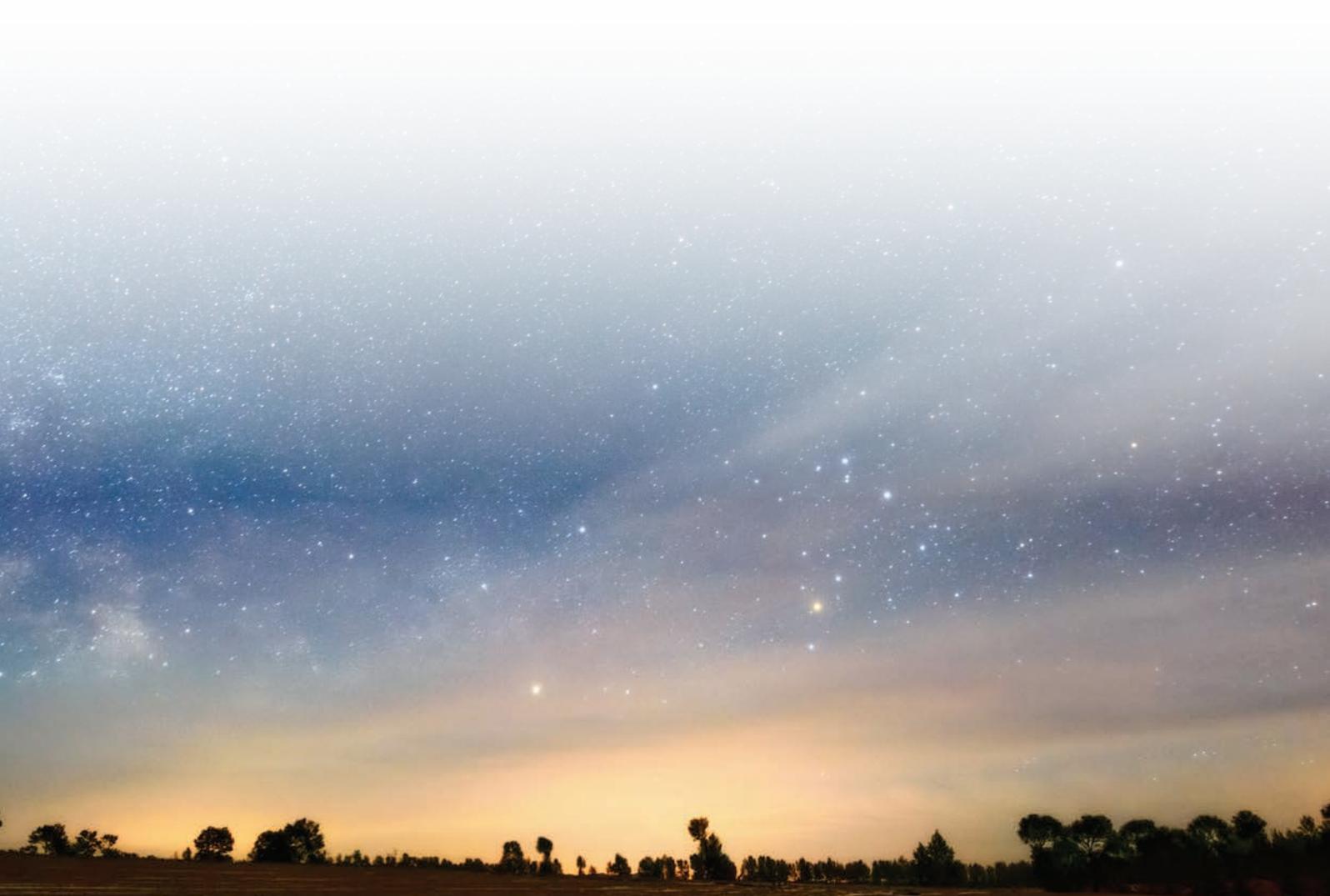
Figura 21: Numero di piani di transizione climatica e relazioni sullo stato di avanzamento sottoposti al voto degli azionisti (Europa)



Nel 2025 si prevede un aumento dell'engagement su temi legati al clima, con una crescente distinzione tra le imprese impegnate nella transizione e quelle che difendono i loro modelli di business esistenti, in particolare nel settore energetico statunitense. La collaborazione tra gli investitori potrebbe temporaneamente diminuire; molti asset manager statunitensi potrebbero abbandonare l'iniziativa Climate Action 100+, che però vedrà l'adesione di altri investitori globali. L'engagement sulla biodiversità e sui temi legati alla natura è destinato ad aumentare sotto la spinta dell'iniziativa Nature Action 100 lanciata nel 2024.

Conclusione

Il 2025 potrebbe rivelarsi un anno di attesa per gli investitori che hanno a cuore la sostenibilità. Come in tutti i cicli economici le opportunità ci sono, ma gli investitori sostenibili dovranno cercarle nei settori più resilienti alle condizioni macro. A tale scopo sarà essenziale coniugare gli obiettivi di impatto con una rigorosa disciplina di investimento. Nonostante le battute d'arresto previste sotto la nuova amministrazione statunitense, l'impegno globale sul fronte del clima e della natura è ancora solido e favorirà ulteriori progressi.



Informazioni importanti

Le presenti informazioni si riferiscono esclusivamente a informazioni generali su Robeco Holding B.V. e/o sulle sue società collegate, affiliate e controllate, ("Robeco"), sull'approccio, sulle strategie e sulle capacità di Robeco. Il presente documento è destinato esclusivamente agli investitori istituzionali, definiti quali investitori qualificabili come clienti professionisti, che abbiano richiesto di essere trattati come tali o che siano autorizzati a ricevere tali informazioni ai sensi delle leggi applicabili. Se non diversamente specificato, i dati e le informazioni riportate provengono da Robeco, sono, per quanto a conoscenza di Robeco, accurati al momento della pubblicazione e sono forniti senza garanzie di alcun tipo. Qualsiasi opinione espressa è esclusivamente l'opinione di Robeco, non è una dichiarazione di fatto, è soggetta a modifiche e non costituisce in alcun modo un consiglio di investimento. Il presente documento ha il solo scopo di fornire una panoramica dell'approccio e delle strategie di Robeco. Non sostituisce un prospetto né qualsiasi altro documento legale relativo a uno specifico strumento finanziario. I dati, le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento non costituiscono, e non possono in nessun caso essere interpretate come, un'offerta o un invito o una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti o una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari o come una consulenza finanziaria, legale, fiscale o di ricerca sugli investimenti o come un invito a farne qualsiasi altro uso. Tutti i diritti relativi alle informazioni contenute nel presente documento sono e rimarranno proprietà di Robeco. Questo materiale non può essere copiato o utilizzato con il pubblico. La copia o riproduzione (di parti) di questo documento in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo sono vietati senza il previo consenso scritto di Robeco.

© Q3/2024 Robeco

**Per maggiori informazioni,
consultare il sito web di Robeco**