

MARKET OUTLOOK

**REPORT 2024
PROSPETTIVE 2025**



A cura di

Carlo De Luca

*Senior Portfolio Manager & Head of Asset
Management*

Alessio Garzone

Gestore Junior

Gamma Capital Markets Ltd.

Via Amedei 15

20123 MILANO

Tel. +39 02 9999 00 20

Il 2024 in sintesi

L'anno si è aperto con una narrativa dominante di **soft landing** per l'economia globale, sostenuta dalla resilienza del mercato del lavoro negli Stati Uniti, dalla solidità dei consumi e da un'inflazione in graduale discesa rispetto ai picchi del 2023. A gennaio, l'attenzione degli investitori era rivolta principalmente ai **tagli dei tassi attesi** da parte della Federal Reserve, con il mercato che prezzava fino a **7 tagli** nel corso dell'anno. Tuttavia, già nelle prime settimane, i dati macroeconomici hanno evidenziato un'inflazione più vischiosa del previsto (CPI al **3,4%**) e una Fed più prudente, ridimensionando le aspettative a soli **3 tagli**.

REGION	PIL (YoY)	INFLAZIONE	DISOCCUPAZIONE	TASSI
USA	2.8%	2.7%	4.1%	
EUROPA	0.9%	2.2%	5.8%	3%
CINA	4.6%	0.2%	5.1%	1.71%

Elaborazione propria su dati Bloomberg

Nonostante queste premesse, il **primo trimestre** ha beneficiato di una forte spinta da parte del comparto tecnologico, guidato dai **semiconduttori** e dai titoli legati all'**intelligenza artificiale**, come Nvidia e ASML, con il Nasdaq e l'S&P 500 che hanno registrato performance rispettivamente del **+8,5%** e del **+10%**. Anche in Europa si è osservato un avvio positivo, con l'Euro Stoxx 50 che ha chiuso a **+12%**, trainato dal comparto **auto e industriale**. Le **earning season** del quarto trimestre 2023 hanno sorpreso positivamente, rafforzando la fiducia degli investitori, soprattutto in settori con guidance migliorative, come tecnologia e industrial.

Nella **fase centrale dell'anno**, il sentiment è mutato. La narrativa "**higher for longer**" sui tassi di interesse ha preso piede, spinta da dati sull'inflazione più persistenti del previsto e dalla revisione al rialzo delle stime di crescita economica da parte delle banche centrali. La Federal Reserve ha mantenuto un approccio cauto, limitandosi a un solo taglio a settembre, mentre la BCE ha agito con un primo intervento di **-25 bps** a giugno.

Durante i mesi estivi, la volatilità è tornata protagonista: episodi come il **carry trade giapponese** hanno generato sell-off significativi, con il Nasdaq che ha perso fino al **-16%** dai massimi di luglio. Le tensioni geopolitiche, la debolezza dei dati europei e le difficoltà del mercato cinese hanno ulteriormente aumentato l'incertezza.

Nel terzo trimestre, una nuova rotazione ha interessato i settori tecnologici e growth, che hanno ceduto il passo ai **REITs, utilities e consumer staples**, settori tradizionalmente difensivi. Questa fase ha coinciso con l'aumento delle incertezze macroeconomiche in USA, legate al rallentamento in Europa, alla debolezza cinese e alle tensioni geopolitiche.

L'**autunno** ha segnato un cambio di rotta. I mercati hanno cominciato a scontare un ritorno della candidatura di **Donald Trump** alle elezioni presidenziali USA, dando il via al cosiddetto "**Trump Trade**": rialzi nei settori industriali, infrastrutturali e difensivi, in previsione di un'agenda economica orientata alla crescita interna e al contenimento del deficit. Parallelamente, l'Europa ha faticato a mostrare segnali di ripresa strutturale, con la Germania in recessione tecnica e la Francia in difficoltà post-elezioni. I mercati globali hanno ritrovato stabilità a fine anno, sostenuti da una **stagione degli utili** che ha confermato la crescita del **+9% degli EPS** e **+6% dei ricavi**, con performance solide nei settori tecnologico, healthcare e difesa.

Nel 2024, il mercato ha attraversato tre principali rotazioni settoriali, ognuna guidata da una narrativa di mercato diversa:

- **Primo semestre: narrativa di soft landing**

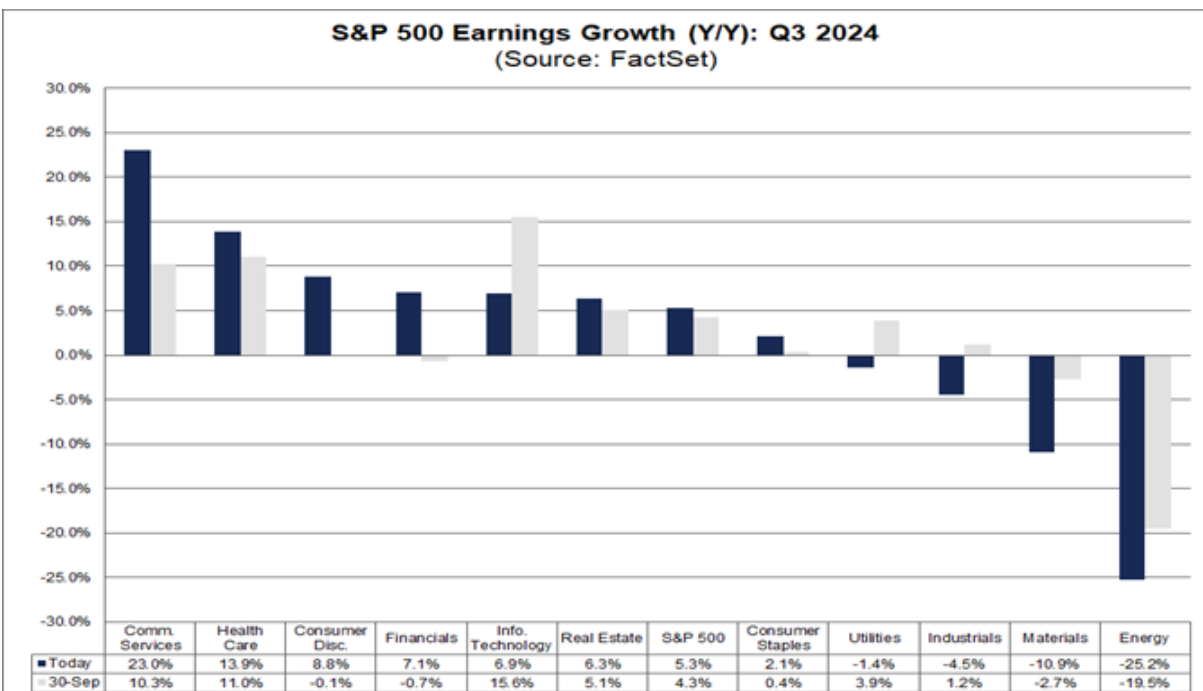
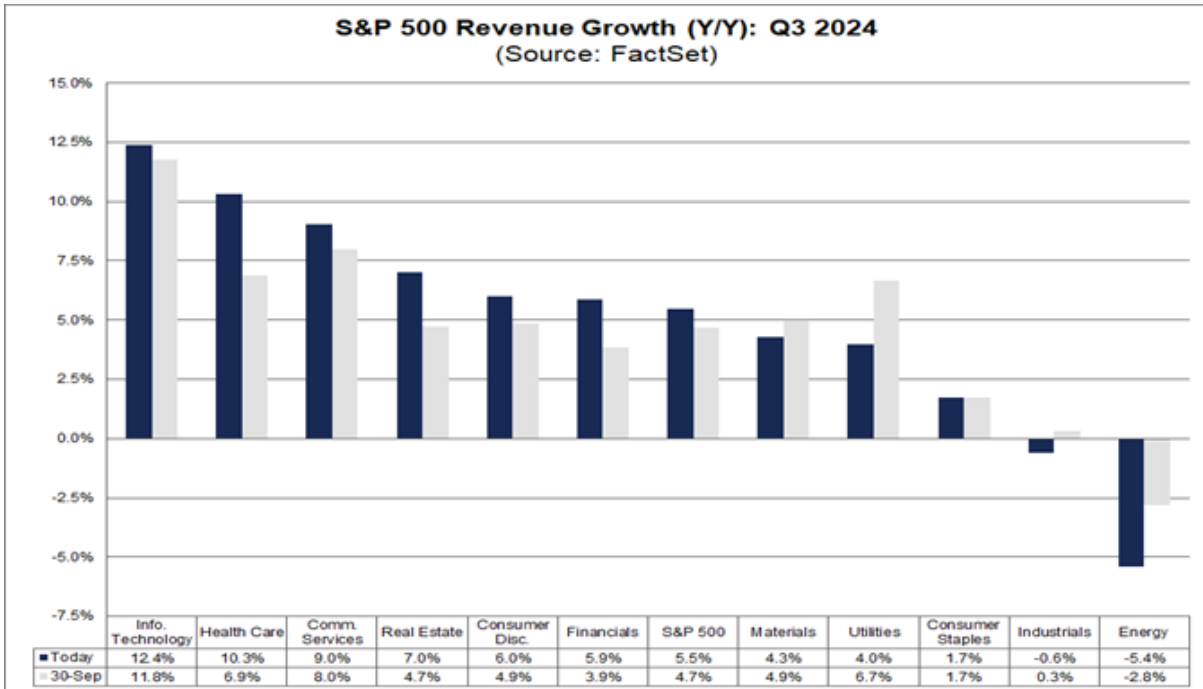
Gli utili aziendali hanno sorpreso positivamente, superando le stime, alimentando la fiducia degli investitori e favorendo i settori tecnologici e i titoli growth. Questo contesto ha portato a una forte performance del comparto tech, trainato dai semiconduttori e dall'intelligenza artificiale.

- **Agosto-Settembre: rischio recessione e rotazione verso difensivi**

Con l'intensificarsi dei timori di recessione e dati macroeconomici meno incoraggianti, gli investitori hanno abbandonato i titoli growth a favore di settori più difensivi, come utilities, consumer staples e real estate, cercando protezione in un mercato più volatile.

- **Settembre-Dicembre: ritorno alla narrativa di soft landing e “Trump Trade”**

La ripresa della narrativa di soft landing, sostenuta dal taglio dei tassi da parte della Fed e da segnali di politica monetaria accomodante, ha riportato l'interesse verso i titoli growth e tech. Successivamente, con l'avvicinarsi delle elezioni americane e l'affermarsi della cosiddetta “Trump Trade,” l'attenzione si è spostata sui settori “America First,” come energia, difesa e industriali, sostenuti da aspettative di politiche pro-crescita.



In **Europa**, i mercati hanno mostrato una dinamica contrastante. La **Francia** ha risentito di tensioni politiche e di un contesto economico incerto, che ne hanno penalizzato la performance. Al contrario, la **Germania** ha registrato risultati positivi sui mercati azionari, pur continuando a lottare con sfide economiche strutturali. L'**Italia** si è invece distinta per la forza del settore bancario, che ha trainato il mercato verso una chiusura in crescita.

In Asia, il quadro è stato altrettanto variegato. La **Cina** ha alternato alti e bassi, trovando slancio nella seconda metà dell'anno grazie agli stimoli monetari della PBOC, che hanno ravvivato la fiducia degli investitori. L'**India**, al contrario, si è confermata una rara eccezione: economia e mercati si sono mossi in sintonia, registrando una crescita economica vigorosa e una performance azionaria solida per tutto l'anno.

In definitiva, il 2024 è stato un anno **di transizione e adattamento**. Iniziato con **ottimismo moderato**, ha attraversato fasi di **volatilità marcata** nella parte centrale dell'anno, per poi concludersi con una narrativa più **selettiva** e focalizzata sui settori chiave, guidata dalle aspettative politiche negli Stati Uniti e dalle strategie di politica monetaria delle banche centrali. Questo contesto ha sottolineato l'importanza di un approccio **dinamico e diversificato**, capace di cogliere le opportunità offerte dai settori in crescita e di navigare un panorama globale in continua evoluzione.

2025: Opportunità e Sfide

Il **2025** si configura come un anno cruciale per i mercati globali, segnato da elevate aspettative e un panorama economico e politico in trasformazione. A differenza degli anni precedenti, il consenso degli analisti converge su una previsione ottimistica per i mercati azionari. Tuttavia, questo sentiment positivo cela una sfida significativa: quanto più alte sono le attese, tanto più difficile sarà **superarle**, lasciando spazio a incertezze che richiedono selettività e precisione nelle scelte di investimento.

REGION	2025			
	PIL (YoY)	INFLAZIONE	DISOCCUPAZIONE	TASSI
USA	2.1%	2.5%	4.3%	3.75%
EUROPA	1.1%	2.2%	6.4%	2.15%
CINA	4.5%	1.0%	5.1%	1.54%

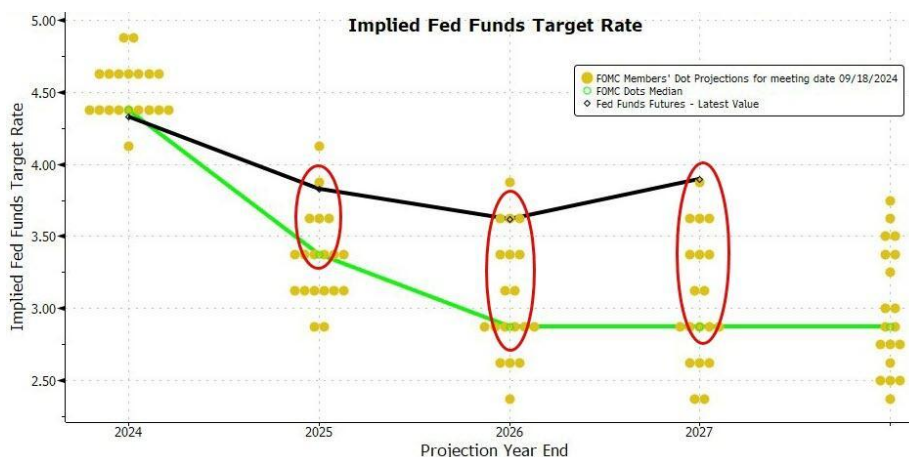
Elaborazione propria su dati Bloomberg

USA: Politica Economica e Mercati Azionari

Negli Stati Uniti, l'**agenda politica** sarà un tema dominante, soprattutto con il ritorno di **Donald Trump** alla presidenza. Le sue politiche economiche potrebbero concentrarsi su obiettivi contrastanti:

- **Contenimento del deficit**, attraverso tagli fiscali mirati e misure di controllo della spesa pubblica.
- **Sostegno alla crescita**, con politiche espansive volte a rilanciare settori strategici come **infrastrutture, difesa e manifattura**.

Le **politiche commerciali** di Trump potrebbero introdurre nuove **tariffe generalizzate**, creando **rischi inflazionistici** che favorirebbero un ulteriore **rafforzamento del dollaro USA** nel breve termine. Tuttavia, nella seconda parte dell'anno, un probabile **allentamento monetario** da parte della **Federal Reserve** per contrastare un probabile rallentamento potrebbe portare a una svalutazione del dollaro, aprendo opportunità per i mercati emergenti e le materie prime.



La crescita registrata a novembre è stata trainata da un numero limitato di titoli, rappresentanti circa il 30% degli indici. Quando questo accade, è comune che al primo segnale di nervosismo sul mercato segua un movimento **risk-off** più pronunciato. Questo scenario riflette un rallentamento in atto in alcuni settori e suggerisce che il prossimo anno potrebbe essere caratterizzato da una maggiore **volatilità**. I settori che attualmente trainano il mercato devono continuare a sorprendere positivamente; una crescita inferiore alle aspettative potrebbe infatti impedire agli indici di mantenere il loro slancio, già appesantiti da segmenti in mercato rallentamento. I rischi per il prossimo anno includono sia un potenziale **rallentamento economico** sia un possibile **repricing** degli utili per i titoli di crescita. Se i settori ritenuti fondamentali per sostenere gli

indici non dovessero raggiungere o superare le stime, ciò potrebbe comportare un aggiustamento dei prezzi al ribasso. Due scenari principali emergono:

- **Repricing degli utili:** il mercato potrebbe decidere di ricalibrare le valutazioni, applicando multipli prezzo/utili più bassi, con un impatto negativo sui settori in crescita e in buona salute.
- **Supporto dalla politica monetaria:** in caso di rallentamento economico, un intervento espansivo delle banche centrali potrebbe garantire nuovi flussi di liquidità. Questo contrasterebbe le aspettative negative sugli utili, fornendo supporto ai mercati.

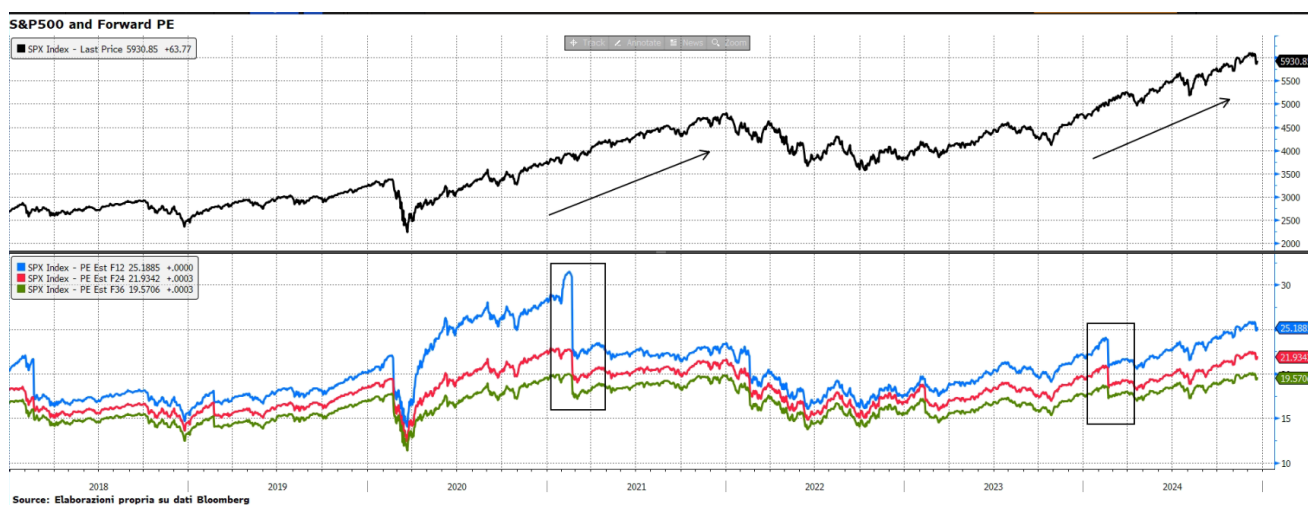
Un elemento di sostegno per il mercato è rappresentato dal **dot plot**, che ha ridotto le aspettative di tagli dei tassi da tre a due interventi per il prossimo anno. Sebbene le attese siano più restrittive rispetto al passato, ciò lascia ancora margine per eventuali politiche monetarie favorevoli, che potrebbero essere scontate positivamente in caso di nuove revisioni al rialzo delle stime economiche.

In sintesi, mentre a livello **microeconomico** il rischio al ribasso rimane elevato a causa delle alte aspettative sugli utili, sul fronte **macroeconomico** il contesto potrebbe offrire sorprese positive. Le stime sugli utili devono essere superate per evitare un repricing negativo, ma le politiche monetarie restrittive lasciano spazio a eventuali revisioni favorevoli, che potrebbero sostenere i mercati nel 2024.

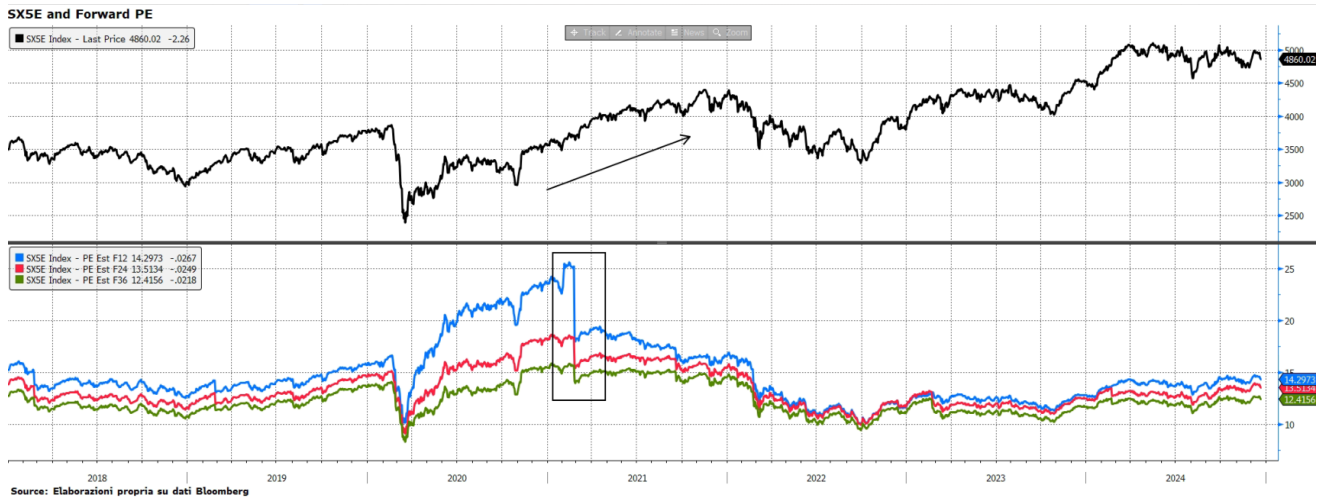
Nonostante le valutazioni già elevate, i mercati azionari statunitensi continuano a offrire **opportunità selettive**, soprattutto nei settori:

- **Tecnologia**, spinta dall'innovazione legata all'**intelligenza artificiale**.
- **Infrastrutture e industriali**, beneficiari diretti di una politica fiscale orientata alla crescita.
- **Settori sensibili ai tassi di interesse:** avvantaggiati dalle prospettive di tagli dei tassi della Federal Reserve e caratterizzati da programmi significativi di buyback, che sostengono il valore per gli azionisti.

Le valutazioni sono indubbiamente elevate, come già sottolineato, ma le prospettive di crescita per diversi settori e sottosettori restano positive. Questo si riflette nel rapporto prezzo/utili (P/E) dell'**S&P 500**, che dovrebbe scendere da **25 a 19** nei prossimi due anni. Nonostante i prezzi siano "tirati", il mercato continua a salire grazie allo **spread** tra la crescita degli utili attesa nei prossimi 12 mesi (linea blu) e crescita degli utili attesa nei prossimi 24 mesi (linea rossa).



In Europa, invece, la situazione è diversa. L'ultimo ciclo di crescita significativa, simile a quello degli Stati Uniti, si è verificato nel 2021, ma è assente negli ultimi anni. Questo ha portato l'Europa a valutazioni più scontate rispetto agli Stati Uniti. Tuttavia, la mancanza di dinamiche di crescita strutturale limita sia il potenziale di correzioni significative – per ragioni puramente valutative – sia la possibilità di una forte ripresa dei mercati.



Gli Stati Uniti, pur essendo più esposti a episodi di **volatilità di breve termine**, mantengono un potenziale di crescita futura che potrebbe continuare a sostenere l’apprezzamento dell’indice. Questo equilibrio tra rischio e opportunità conferma il ruolo degli USA come mercato chiave per il prossimo periodo.

Index	PE Ratio [2024 Est]	PE Ratio [2025 Est]	PE Ratio [2026 Est]
Nasdaq Index	33.9	26.41	22.93
Euro Stoxx 50	14.29	13.51	12.41
SPX Index	24.49	21.83	19.51
>Consumer Discretionary	31.99	29.3	25.65
>Health Care	19.87	16.74	15.31
>Info Tech	34.6	29.3	25.48
>Financials	17.99	17	15.55
>Utilities	18.89	17.25	15.9
>Semiconductor	37.28	27.17	21.69
>Tech & Software	35.15	31.65	27.55
>Tech & Hardware	31.32	29.34	28.79

Europa: Rischi e Opportunità in un Contesto Fragile

L’Europa rimane il punto più vulnerabile nello scenario globale. La mancanza di un **piano strutturale di stimolo fiscale**, simile a un “**Piano Marshall**”, potrebbe esporre il continente a una **recessione tecnica**, aggravata da una domanda interna debole e da un contesto produttivo stagnante.

Nonostante ciò, alcuni elementi chiave potrebbero offrire sostegno:

- I **tagli dei tassi** della **BCE** saranno il principale driver economico, creando un ambiente favorevole per i **mercati obbligazionari**.
- Il **credito corporate investment grade a breve scadenza** e i **titoli sovrani europei** beneficeranno della politica monetaria accomodante, offrendo opportunità interessanti in termini di rendimento e stabilità.

Sul fronte azionario, le opportunità appaiono limitate e prevalentemente di natura tattica. Sarà fondamentale una selezione accurata di settori e titoli di qualità per riuscire a generare valore. Nonostante la fragilità economica dell’Europa, i mercati del vecchio continente potrebbero beneficiare indirettamente della crescita e della resilienza dell’economia statunitense. Questo perché la correlazione tra i mercati finanziari europei e

quelli statunitensi risulta più forte rispetto al legame tra i mercati finanziari europei e l'economia reale dell'Europa stessa.

Resteremo pronti a cogliere momenti tattici di ingresso sui mercati europei, con l'obiettivo di trasformare queste opportunità in investimenti strategici di medio-lungo periodo, qualora si verificassero forti correzioni.

Asia: Cina e India, Opportunità Differenziate

La **Cina** continuerà a offrire opportunità di investimento di natura **tattica**, con entrate e uscite mirate legate all'evoluzione delle politiche monetarie e fiscali. Stimoli più aggressivi potrebbero favorire una ripresa di breve termine, ma la mancanza di un piano di riforme strutturali rappresenta ancora un freno per il sentiment degli investitori globali.

Al contrario, l'India si distingue come una delle economie più dinamiche a livello globale, con una crescita del PIL prevista sopra il 6% nel 2025. Il Paese sta beneficiando di un ciclo di investimenti infrastrutturali senza precedenti, alimentato da riforme governative ambiziose e da una domanda domestica in continua espansione. In molti aspetti, l'India ricorda la Cina di dieci anni fa, caratterizzata da una crescita sostenuta anche grazie a una popolazione in rapido aumento. Tuttavia, l'India può contare su due importanti vantaggi: una diffusione capillare della **lingua inglese** e una **regolamentazione** più trasparente e stabile. Due settori chiave guideranno questa crescita:

- **Tecnologia**, con l'India sempre più leader nei processi di digitalizzazione globale.
- **Consumo**, sostenuto dall'espansione della classe media, crescita demografica in generale e da un mercato consumer in continua evoluzione.

L'India si conferma, dunque, una **scommessa strategica di lungo termine** all'interno dei portafogli globali.

Valute e Oro: Protezione e Opportunità

- **USD**: Nel breve termine, il dollaro statunitense potrebbe mantenere una traiettoria di rafforzamento, sostenuto dalla divergenza economica tra gli Stati Uniti e il resto del mondo. Tuttavia, nella seconda metà del 2025, un possibile allentamento monetario più aggressivo da parte della Fed per contrastare un eventuale rallentamento economico potrebbe indebolire il dollaro. Questo scenario favorirebbe i mercati emergenti e le materie prime, tradizionalmente sensibili ai movimenti della valuta statunitense.
 - **Oro**: In questo contesto, l'oro continuerà a ricoprire un ruolo cruciale come bene rifugio. Sarà sostenuto da rischi geopolitici e dagli acquisti strategici delle banche centrali, in particolare della Cina, in un'ottica di diversificazione rispetto al dollaro. La sua performance sarà influenzata anche dall'aumento del debito pubblico statunitense e da una possibile svalutazione della valuta. La capacità dell'oro di proteggere i portafogli in periodi di incertezza politica e monetaria ne rafforza l'importanza come strumento chiave per il 2025.
-

IL NOSTRO PORTAFOGLIO DEL 2025

Nel 2025, la nostra strategia di portafoglio sarà divisa in due fasi distinte, adattandosi all'evoluzione delle condizioni di mercato e delle opportunità:

Prima fase:

- **Equity:** Manteniamo un sovrappeso strategico sugli **Stati Uniti** e sull'**India**, grazie alla solidità economica e alle prospettive di crescita. **Europa** e **Cina** saranno sottopesate, con eventuali ingressi tattici per sfruttare momenti di debolezza.
- **Bond:** La preferenza sarà per corporate bond investment grade con rating **BBB/BB** nell'area euro, caratterizzati da un rendimento a scadenza superiore al 3,5% e una duration compresa tra 3 e 4 anni. Eviteremo l'high yield, poiché lo spread rispetto agli IG si è ristretto, riducendo l'attrattività. Non prevediamo esposizione ai Treasury per il rischio cambio né agli emergenti, data la forza del dollaro.
- **Commodities:** Approccio graduale e tattico all'oro fisico, con copertura valutaria per mitigare il rischio cambio.

Seconda fase:

- **Equity:** In caso di una correzione significativa in **Europa**, entreremo strategicamente con un peso maggiore nei settori di crescita. Negli **Stati Uniti**, una potenziale rotazione settoriale legata a un cambio di narrativa da "soft landing" a "recessiva" potrebbe portarci a riconsiderare l'asset allocation in chiave strategica. Essendo nella fase finale del ciclo economico espansivo, restiamo pronti a reagire al momento di svolta, pur non potendo ancora identificarne la tempistica precisa.
- **Bond:** Nessuna variazione rispetto alla prima fase, salvo l'emergere di nuove opportunità durante l'anno.
- **Commodities:** Continueremo con ingressi gradualmente e tattici sull'oro fisico, ma senza copertura valutaria, per beneficiare di eventuali movimenti favorevoli sul cambio.

La composizione del portafoglio sarà calibrata in base ai profili di rischio degli investitori, mantenendo un equilibrio tra le opportunità tattiche e una visione strategica di lungo periodo.

Il **2025** si prospetta come un anno di **transizione strategica** e di **selezione attenta** all'interno dei mercati globali. In un contesto caratterizzato da sfide politiche, dinamiche economiche contrastanti e aspettative elevate, la capacità di navigare con flessibilità e precisione sarà determinante per capitalizzare le opportunità e proteggere i portafogli dagli inevitabili rischi.

Il nuovo anno richiederà una gestione attiva e dinamica del rischio, con un focus su quei settori e aree geografiche capaci di offrire crescita sostenibile e protezione. Gli investitori dovranno privilegiare i **mercati statunitensi** per le opportunità di innovazione e crescita, mantenere un'esposizione **strutturale all'India**, e approcciare con tatticità la **Cina** e l'**Europa**. Parallelamente, l'allocatione strategica verso **obbligazioni di qualità** e asset difensivi come l'oro sarà fondamentale per bilanciare la volatilità e preservare il valore nel lungo termine.

Il **2025**, con le sue sfide e opportunità, segnerà un nuovo capitolo in cui la selettività, la flessibilità e una visione globale saranno le chiavi per ottenere risultati solidi e sostenibili in un mondo sempre più complesso e interconnesso.

DISCLAIMER

Il presente documento è stato redatto esclusivamente a scopo informativo e destinato unicamente al destinatario. Le informazioni contenute non costituiscono un invito, un'offerta o una raccomandazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari, a effettuare transazioni o a concludere operazioni di qualsiasi natura. In particolare, non rappresenta un'offerta o una sollecitazione in giurisdizioni dove tale attività sia illegale, o dove la persona che propone l'offerta o la sollecitazione non sia qualificata a farlo, o dove il destinatario non possa legalmente ricevere tale offerta o sollecitazione.

Le informazioni contenute in questo documento provengono da fonti ritenute affidabili, ma non viene fornita alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza, completezza o affidabilità. Nonostante l'impegno per garantire l'esattezza dei dati riportati, non si esclude la possibilità di errori nella trasmissione o nella rappresentazione delle cifre. Nessuna responsabilità può essere assunta per eventuali perdite derivanti dall'uso delle informazioni contenute in questo documento.

Gamma Capital Markets Ltd – Succursale Italiana è un gestore di FIA UE (GEFIA UE) iscritta nella sezione dedicata dell'albo tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 35 del TUF (Aut. N. 23684). È autorizzata alla gestione di portafogli, alla consulenza in materia di investimenti, alla ricezione e trasmissione ordini e alla commercializzazione di OICR.

Gamma Capital Markets Ltd è una società di gestione di investimenti costituita nel 2010 e regolamentata dalla Malta Financial Services Authority (MFSA) con Licenza N° IS/51103 (Cat. 2).