

# THRU THE FOG LIGHTS

## THRU THE FOG LIGHTS: perchè?

Pioggia, fango e nebbia rendono accidentato il percorso per la generazione di ritorni nel 2025. Le sorti incerte di congiuntura e inflazione DM/EM, le tensioni geopolitiche internazionali elevate e le valutazioni poco attraenti dei premi per i rischi finanziari - quasi tutti, ma non tutti - ci hanno indotti a impostare in modo prudente le strutture dei nostri portafogli di Tesoreria, Credito strategico e Azionario. In mercati meno euforici e meno esuberanti rispetto a quelli attuali, rifletteremo sulla possibilità di un re-gearing graduale delle esposizioni nel Credito strategico, specialità della ricerca 'della casa'.

THRU THE FOG LIGHTS, il compendio che inizia l'attività VEN-TO 2025, non è una storia di tenebra che spaventa e paralizza: le luci all'orizzonte - i rendimenti elevati dei governativi US\$/GBP e le valutazioni succulente delle azioni europee di infrastrutture, utilities, telecom e real estate - condurranno a casa sicuri, rifocillati [e anche carichi di ritorni] gli equipaggi che avranno il coraggio di sfidare il maltempo, e di mettersi in mare senza paura.

P.S.: le fotografie di Todd Hido proposte in copertina e in chiusura del documento sono disponibili al [link](#) che segue.

## Le convinzioni-chiave di VEN-TO per il 2025

Macro & Micro

- 1 - crescita reale (e nominale) di economia globale rimane debole e inferiore a potenziale;
- 2 - le iniziative più rilevanti del gabinetto Trump? Dazi e tariffe, ma niente deportazioni e/o invasioni;
- 3 - FED riprende allentamento di stretta monetaria in 2H25;
- 4 - disinflazione graduale abilita allentamenti di stretta monetaria in EZ e UK che eccedono le aspettative di inizio anno;
- 5 - FED funds YE25 @ 4%; BOE 4.25%, ECB 2.25%; curve tasso USD/GBP/EUR realizzano bear steepening lieve;
- 6 - la redditività organica di banche e assicurazioni DM rimane elevata - M&A supporta re-rating per valutazioni di asset gatherer europei;
- 7 - 'euforia US ed AI' si ridimensionano;

Mercato












- 8 - il reddito fisso produce risultati positivi; IG \$ e £ sovraperforma comodamente IG EUR;
- 9 - i differenziali di credito - tutti - realizzano volatilità contenute nel corso dell'anno, ma chiudono il 2025 su livelli sensibilmente superiori vs. a quelli di inizio anno;
- 10 - infras e real estate top sector performer in Europa, dopo inizio anno di ritracciamenti profondi;
- 11 - EUR si rivaluta vs. US\$.

## Verifica delle previsioni 2024 di VEN-TO: è andata bene

I risultati realizzati dalle attività finanziarie nel corso del 2024 sono stati positivi e - come nel 2023 - superiori rispetto alle aspettative dei nostri analisti. Le compressioni dei premi per il rischio, non la crescita, hanno guidato le performance di azionario e reddito fisso. Le sovraperformance relative di \$ e attività finanziarie statunitensi - che trattano su valutazioni distanti qualche std da medie storiche - portano negli Stati Uniti, grazie a index funds, i risparmi europei e asiatici, in un loop riflessivo, autoreferenziale (pericoloso).

Nel 2024 le strategie di investimento passive del reddito fisso, sempre più tragicamente popolari, hanno messo a segno ritorni assoluti deludenti (perchè sovra-esposte nei confronti di rischi di tasso \$ e sottoesposte nei confronti di rischi di credito).

Nella tabella a lato si verificano le previsioni 2024 formulate dagli analisti della ricerca VEN-TO, pubblicate nel compendio di inizio febbraio disponibile al [link](#).

1.	"la crescita di economia globale rimane debole e decisamente inferiore a potenziale"		Le congiunture di EZ, UK e Cina si sono rivelate anemiche; crescita US positiva (grazie soprattutto a deficit fiscale di 7%?)
2.	"disinflazione DM e EM permette allentamento sincronizzato di stretta monetaria"		Allentamento di stretta monetaria sincronizzato - con qualche differenza - sia in DM che in EM
3.	"livelli di occupazione rimangono sostanzialmente stabili sia in US che in Europa"		I mercati del lavoro rimangono in salute, sia in US che in Europa; i salari crescono più velocemente di GDP e di inflazione
4.	"FED funds YE24 @ 4%; BOE 3.75%, ECB 3%; curve tasso USD/GBP/EUR rimangono piatte ed eseguono flattening ulteriore"		Previsione azzeccata per EZ; FED e BOE più graduali vs. alle nostre aspettative di inizio 2024
5.	"global CRE crisis? solo per aziende dotate di struttura finanziaria fragile...i valori immobiliari riprendono a crescere"		I mercati di CRE hanno messo a segno ritorni assoluti positivi nel 2025; i costi di finanziamento immobiliare sono tornati sostenibili (anche per le aziende immobiliari più fragili)
6.	"i consumi privati realizzano tassi di crescita contenuti in tutti i DM, schiacciati da perdite di potere d'acquisto e da rarefazione di credito al consumo"		I consumi privati di EZ e Cina sono in stagnazione; in USA crescono i consumi privati di classi sociali più elevate
7.	"la redditività organica di banche e assicurazioni si stabilizza su livelli che consentono comoda remunerazione di costo del capitale; fintech soffre il ritorno di banca"		Previsione azzeccata
8.	"flusso di M&A, favorito da stabilizzazione premi per il rischio e da necessità di realizzare sinergie, riparte, impetuoso, anche in Europa"		Previsione azzeccata, ma M&A europeo rimane faticoso; M&A statunitense in attesa di stimolo Trump
9.	"il reddito fisso produce risultati positivi - ma affatto spettacolari - grazie, di nuovo, al credito"		Previsione azzeccata
10.	"i volumi di primario IG EUR realizzano nuovo picco; HY EUR sottoperforma IG EUR in modo lieve"		Previsione azzeccata solo a metà: HY EUR ha sovraperformato IG EUR in modo sensibile
11.	"distensione graduale dei rapporti US/Cina favorisce recupero di interesse per mercati asiatici, tutti"		Il recupero di interesse per reddito fisso e azionario asiatici è avvenuto in assenza di distensione dei rapporti US/Cina

## Universo VEN-TO: nessuna modifica sostanziale per la composizione 2025

CONCESSIONS	Ferrovial, Vinci, Bouygues, Skanska, Eiffage
TRANSPORT	Autostrade per l'Italia, Abertis, Aena, ADP, GetLink, Fraport , Flughafen Zurich, Detusche Bahn
UTILITIES	<u>ELECTRIC</u> : Iberdrola, EDP, Enel, Terna, Orsted, Endesa, Redeia, Fortum, Elia, Acciona, Verbund <u>GAS</u> : Snam, Italgas <u>MULTI</u> : National Grid, E.ON, Engie, Veolia, SSE, A2A, Iren, Hera. AEM, Naturgy Energy <u>WATER</u> : Severn Trent, United Utilities
TELCO	<u>TELCO</u> : Deutsche Telecom, Orange, Iliad, British Telecom, Vodafone, Virgin Media O2, Eircom, Tim OpCo, Tim NetCo, Telefonica, Swisscom, Salt, Liberty Global, Sunrise, Telenet, Vodafone-Ziggo, KPN, Millicom, Altice, Proximus <u>TOWERS</u> : Cellnex, Vantage Tower, INWIT, Ray Way <u>DATA CENTERS</u> : Equinix, Digital Realty
REAL ESTATE	<u>LOGISTICS/INDUSTRIAL</u> : Segro, Selp, Logicor, Blackstone Property Partners, VGP, CTP, AXA Logistic Europe Master, Acef Holding, CBRE Pan European Core Fund, Prologis, Prologis European Logistic Fund, Goodman, Goodman European Partnership <u>RESIDENTIAL</u> : Grainger, Leg Immobilien, Akelius Residential, Vonovia <u>OFFICE</u> : Derwent London, Great Portland Estates, Workspace, NSI, Gecina, Entra, Immobiliaria Colonial, Fonciere Lyonnaise <u>RETAIL</u> : Stockland, Unibail-Rodamco-Westfield, Klepierre, Shaftesbury <u>SELF STORAGE</u> : Shurgard, Safestore, Big Yellow <u>HEALTHCARE</u> : Praemia Healthcare, Aedifica, Cofinimmo <u>DIVERESIFIED</u> : Land Secuirties, British Land, Icade, Castellum, Aroundtown <u>FOREST</u> : Svenska Cellulosa, UPM Kymmene, Stora Enso, Holmen

Asset-allocation di inizio 2025: duration N (da UW), credito UW (da N), equity OW (da OW)

I portafogli 2025 della ricerca di VEN-TO - rivisitati, ampliati e rimodulati in base alla nuova asset-allocation di riferimento - sono sovraesposti nei confronti di Tesoreria e Azionario, e sottoesposti nei confronti di Credito strategico.

Le strutture dei portafogli rimangono ‘scariche’ di duration e di rischi di credito IG ‘esotici’ e HY. Le dimensioni dei portafogli convertibile e azionario sono state incrementate rispetto al passato per agevolare l’implementazione della nuova asset-allocation di riferimento evitando di esasperare le concentrazioni.

EUR: la nuova asset-allocation risulta prudente nei confronti dei rischi di tasso (tenor >6Y UW) e di credito, (IG Neutral e HY Undeweight), e decisamente costruttiva nei confronti del rischio di azionario Telco (OW), Utility (OW), Infras (OW) e REIT (OW).

US\$: la nuova asset-allocation risulta invece costruttiva nei confronti di selezionati rischi di tasso (OW per parte breve e intermedia di curva Treasury) e prudente nei confronti dei rischi di credito (IG Neutral e HY Undeweight). I REIT statunitensi, dotati di valutazioni relative premium vs. a quelle di omologhi europei e asiatici, rimangono Neutral.

\* nelle celle evidenziate in grigio si individua AA VEN-TO aggiornata in data 10/2024

Asset-allocation tattica Eur			
	UW	N	OW
Duration			
0-2			X
3-5		X	
6-10	X		
+11	X		
Credit			
IG		X	
HY	X		
HYB/SUB	X		
CONVERT		X	
Equity*			X

Key overweight:

- azioni europee di INFRAS, UTIL, TELCO, REIT;

Key underweight:

- long/intermediate tenors corporate IG e HY.

Asset-allocation tattica USD			
	UW	N	OW
Duration			
0-2			X
3-5			X
6-10		X	
+11		X	
Credit			
IG		X	
HY	X		
HYB/SUB	X		
CONVERT		X	
Equity*		X	

Key overweight:

- corporate IG con maturità breve e intermedia;  
- USTs con maturità che non eccede 2030;

Key underweight:

- credito subordinato;  
- credito HY e private credit.

## Asset-allocation (barbell) 2025: le valutazioni del reddito-fisso sono poco attraenti. Azioni di infrastrutture, telco, utility e REIT europei = top-pick

### I rischi di tasso? Difficili da valutare, Neutral

Le prospettive di congiuntura e inflazione DM ed EM sono diventate incerte dopo l'elezione di D.Trump: gli impatti di nuove politiche commerciali, fiscali, di bilancio e migratoria statunitensi su crescita economica domestica-internazionale e su inflazione, risultano, al momento, difficili da prefigurare credibilmente. I premi per i rischi di tasso europei e asiatici, volatili nell'ultima parte del 2024 e nelle prime sedute del 2025, rimarranno dislocati e incerti per tutta la prima parte dell'anno in corso secondo gli analisti VEN-TO, minando di volatilità le performance dell'azionario (le dispersioni tra le performance settoriali YtD hanno già magnitudo considerevoli e difficili da razionalizzare).

### Credit-risk premia? Sottili, quasi impercettibili

I premi per i rischi di credito sono tornati sottili-sottili nel corso del 2024, anche nei comparti di mercato più illiquidi e meno partecipati. Gli analisti VEN-TO, convinti che le posizioni lunghe nel credito, alle valutazioni attuali, assomiglino a dei corti di volatilità, raccomandano rimodulazioni conservative delle strutture dei portafogli di credito strategici, e privilegiano duration contenute, IG vs HY, senior vs HYB, sp vs snp vs T2 vs AT1.

### Corporate IG: Neutral

Le valutazioni del credito EUR/US\$ IG REIT, Telco, Utility e Infrastructure, dopo le peripezie del quadriennio 2020-23, sono tornate 'normali' nel 2024. I crediti senior e ibridi o subordinati degli emittenti del nostro universo di riferimento, valutati in modo pieno, risultano inadatti a meritare un ruolo centrale per la nostra strategia di impiego multi-asset e long-only.

### Corporate HY: Underweight

Il credito HY - come a inizio 2024 - rimane l'area del mercato del credito valutata in modo meno appropriato e meno attraente secondo i nostri analisti. Anche nell'ipotesi, di consensus, di graduale diminuzione del costo del credito nel biennio 2025-26. Le valutazioni del comparto EUR BB+/BB/BB-, focus tradizionale dell'attività di stock-picking del nostro team di ricerca, hanno già realizzato convergenza completa in direzione di segmento BBB- più liquido, più presidiato e meno/meglio levereggiato.

### Azioni di Infrast, TMT, Utility, REIT: Overweight

E' possibile proporre un posizionamento costruttivo nel capitale azionario di infrastrutture, telco, utility e real estate europeo, in assenza di visibilità su appropriatezza dei premi per il rischio di tasso e di credito continentali? Gli analisti VEN-TO ritengono che le prospettive per la redditività di breve e di medio termine delle infrastrutture europee ben finanziate sia almeno discreta, e che le valutazioni assolute e relative del capitale azionario di concessioni, telco, utilities e real estate europee non siano mai state attraenti come quelle attuali negli ultimi 5 lustri. In un mercato povero di valore, le azioni delle aziende infrastrutturali dell'ecosistema VEN-TO sono una 'oasi' dotata di carry e di rivalutazioni potenziali elevati.

Di earnings momentum, di conformazione della struttura finanziaria e di valutazione del capitale azionario delle aziende incluse nel portafoglio azionario elaboreremo nelle prossime pubblicazioni VEN-TO e nel compendio GSTR ('God Save the REIT', di prossima pubblicazione) dedicato agli immobili per logistica e industriale europei.

Tesoreria 2025: ponderata a 27/90 nel multi-strategy VEN-TO

SECTOR	ISIN	AMOUNT k	RANK	CCY	MOODY/S&P/FITCH	ISSUER	CPN	MATURITY	DUR	PX MID	YTM %	ASW	TGT	WGT
PORTAFOGLIO TESORERIA														
									8.0 mesi		2,8	14		27

Data di riferimento per il pricing delle emissioni: 10-01-2025

La gestione della liquidità di tesoreria è un’attività delicata, sensibile, difficilmente standardizzabile e che richiede un’interazione costante tra direttore finanziario e tesoriere. VEN-TO imposta e coordina le attività di gestione di tesoreria per una pluralità di clienti sin dalla propria nascita....ed è proprio alle tesorerie che dedica una parte significativa del proprio mensile.

Il portafoglio di Tesoreria di inizio 2025 - YTM di 2.9% con duration di 9 mesi - denominato in EUR, è bilanciato tra governativo EZ e corporate/finl IG. Le emissioni a tasso variabile incluse nel portafoglio riducono il suo profilo di volatilità e lo adattano a condizioni di mercato più complesse rispetto a quelle attuali.

Come viene impostata la Tesoreria VEN-TO?  
1 - le posizioni incluse nel portafoglio sono tutte denominate in EUR, IG e dotate di scadenza (su maturity o su call prevista da VEN-TO) inferiore a 24 mesi;  
2 - l’esposizione complessiva nei confronti del governativo DM non può mai essere inferiore a 1/3.  
3 - le emissioni corporate/finl selezionate non possono avere outstanding <Eur500mn.

SECTOR	ISIN	AMOUNT k	RANK	CCY	MOODY/S&P/FITCH	ISSUER	CPN	MATURITY	DUR	PX MID	YTM %	ASW	TGT	WGT
INVESTMENT GRADE														
HIGH YIELD														
HYBRID														
CONVERTIBLE														
PORTAFOGLIO CREDITO STRATEGICO									4,8		4,6	118		36

Data di riferimento per il pricing delle emissioni: 10-01-2025



## Credito Strategico 2025: carry e poco altro, poche le proposte di impiego nuove

---

Il portafoglio di Credito strategico [YtM pari a 4.6%, di valutazione media ASW+117 e di duration di 57 mesi] è stato oggetto di ridimensionamento e di de-risking nel corso del 2024, iniziative svolte in base alle seguenti linee-guida:

1. la ponderazione del portafoglio di Credito strategico nel paniere multi-strategy è passata da 52/80 (65%) di 4q23 a 37/90 (41%) di 1q25;
2. la ponderazione di HY EUR e US\$ all'interno del portafoglio di Credito strategico è stata condotta a 5/90 (6%) in 1q25, vs. media di 12% nell'ultimo anno = le poche emissioni HY ancora incluse nel portafoglio, tutte dotate di rating BB/BB+, sono espressione del passivo di emittenti telco e bancari ben patrimonializzati, destinati a IG nel medio termine;
3. il subordinato finanziario di vecchia e di nuova generazione, oggetto di profit-taking, è stato escluso dalla composizione del portafoglio (ibrido corporate con 1st call nel triennio 2025-28 è stato preferito a subordinato finanziario);
4. le emissioni convertibili dei REIT HG LINREI 25, REXR 29 e CAPCLN 26, espressione del passivo di emittenti ultra-patrimonializzati e ben finanziati, sono tutte ponderate a 2; tutte mentre le altre emissioni obbligazionarie incluse nel portafoglio [di Credito strategico] sono ponderate a 1.

La diversificazione valutaria del portafoglio di Credito strategico continua a privilegiare EUR (56%) vs US\$ (32%) e vs GBP (12%).

Le valutazioni-obiettivo per le obbligazioni incluse nel portafoglio distano solo +6% (in termini di ASW target) dai livelli attuali = il portafoglio di Credito strategico VEN-TO non è adatto a beneficiare di rivalutazioni di breve periodo significative, ma piuttosto alla generazione di cash-flow regolari.

Le emissioni convertibili dei REIT sono la componente del portafoglio dotata del livello di convinzione più elevato.

Per approfondire le scelte di selezione e per contestualizzare la valutazione dei crediti inclusi nel portafoglio vs. a mercato e vs. a curve di credito complete degli emittenti, vi consigliamo di organizzare un incontro con [ricerca@ven-to.it](mailto:ricerca@ven-to.it).

Azionario 2025: ponderato a 26/90 nel multi-strategy VEN-TO

SECTOR	TICKER	MKT CAP	CCY	MOODY/S&P	ISSUER	PX	EPS 25	DPS 25	EV EBITDA	PE 25	DY 25	TGT	UP/DOWN	WGT
PORTAFOGLIO AZIONARIO									13.6x	13.2x	5.7%		+38%	26

Data di riferimento per il pricing delle azioni: 10-01-2025

Emissioni obbligazionarie convertibili di REIT e azioni di concessioni, telco, utility e, di nuovo, di REIT europei, ‘laggard’ di mercati obbligazionari e azionari nell’ultimo anno, sono top-pick 2025 della ricerca VEN-TO.

Il portafoglio di infrastrutture e concessioni (EN e DG), utility (EON, EDP, SSE, NGG), forestry (UPM) e REIT (SGRO, LANF, DLN, SHC, GFC, SHUR, AED, HLP, SWIRE) tratta su valutazioni FY25 di consensus di 13.2x PE e 5.7% DY. La crescita % YoY (2025 vs 2024) di EPS consensus per le azioni incluse nel paniere si attesta a 5%. Il D payout 2025 si attesta a 81%.

Il ritorno atteso del portafoglio di azioni incluse nel portafoglio Azionario VEN-TO (sommatoria di upside su TP + DY) è pari a 43% e calcolato con modalità prudenti, stabili nel tempo e affatto aggressive.

A Vinci (DG), Shurgard (SHUR), Aedifica (AED), EDP (EDP) e SSE (SSE), che entrano (o ritornano) a far parte del portafoglio Azionario, dedicheremo ampio spazio nei prossimi approfondimenti periodici e nel compendio in imminente pubblicazione GSTR.

## I prodotti principali della ricerca VEN-TO

---

### **ANALISI SETTIMANALI (FREE):**

Periodico che descrive e racconta i risultati messi a segno dai mercati liquidi di obbligazioni e azioni. Tutti i venerdì pomeriggio prima di cominciare il week-end.

### **ANALISI E PENSIERI MENSILI (SOLO ABBONATI):**

Performance-attribution mensile per i 4 portafogli (Tesoreria, Credito strategico, Azionario, Multi-strategy) della ricerca VEN-TO. Operatività per la reimpostazione dei portafogli. Prima settimana del mese.

### **OUTLOOK (SOLO ABBONATI):**

Raccolta di iniziative di asset-allocation e di selezione realizzate nei portafogli di inizio anno dai nostri analisti. Gennaio e Settembre. Il documento viene ri-proposto (con ritardo) sul sito di VEN-TO.

### **GSTR - GOD SAVE THE REIT (SOLO ABBONATI):**

Viaggio nei comparti più attraenti della struttura finanziaria dei REIT europei. Un paio di volte all'anno, la prima in 1H, la seconda a fine periodo.

### **RICERCA AD HOC (SOLO ABBONATI):**

Condivisione di ricerca proprietaria per posizioni-chiave dei portafogli di Credito strategico e Azionario. Tutte le volte che risulta necessaria.



**VEN-TO**