

# LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT



EDIZIONE 01.2025

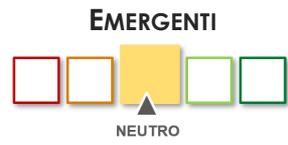
## SCENARIO MACROECONOMICO

All'incertezza sulle scelte di politica economica della nuova Amministrazione USA (soprattutto in tema di tariffe, espansione fiscale e immigrazione) nel corso delle ultime settimane si è inaspettatamente aggiunta anche quella sui fondamentali dell'economia USA. I dati sul mercato del lavoro di dicembre sono stati infatti molto più forti delle attese e segnalano il rischio di una nuova accelerazione dell'attività economica, che non sarebbe in linea con il nostro scenario centrale. Manteniamo per il momento la nostra previsione di altri due tagli dei tassi della Fed nel 2025, che abbiamo però posticipato alle riunioni di giugno e settembre. Riteniamo invece che la BCE continuerà a tagliare i tassi nel corso del primo semestre alla luce di uno scenario di crescita ancora piuttosto dimessa e con l'inflazione avviata verso l'obiettivo della banca centrale.

## MERCATI AZIONARI



Nella prospettiva di una maggiore volatilità 2025 e di rendimenti meno "eccezionali" dello scorso biennio, i portafogli hanno cominciato l'anno con una esposizione azionaria tra il neutrale e il lieve sovrappeso. Confermiamo questa impostazione e anche in questa fase la preferenza geografica per il mercato americano. In USA è attesa una crescita degli utili più solida, che crediamo possa continuare ad allargarsi anche a quei settori che hanno avuto risultati inferiori rispetto alle grandi capitalizzazioni tecnologiche nei trimestri precedenti, sia dal punto di vista della performance che da quello della dinamica dei profitti. Nei portafogli più tematici abbiamo aumentato alcune componenti più cicliche e value (per esempio finanziari) ed espresso la componente difensiva del mercato con settori che sono rimasti indietro in termini di performance ma per i quali si prospetta un miglioramento degli utili, come l'healthcare. Siamo neutrali nelle altre aree geografiche principali, perché la crescita attesa degli utili è inferiore rispetto agli USA o per via di un maggiore rischio politico. Vediamo con un certo favore il mercato giapponese, ma non abbiamo ancora una posizione attiva di rilievo.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI



La componente obbligazionaria dei portafogli è impostata con una duration un po' superiore a quella dei benchmark e una preferenza per il rischio di credito di qualità. Il peso della componente governativa è tra il neutrale e il lieve sovrappeso, in particolare in Area Euro. In quest'ultima l'economia è più debole e ci aspettiamo che la BCE possa tagliare i tassi anche più di quanto scontato dal mercato. In USA siamo neutrali perché la forza ciclica, la politica di Trump e la maggiore incertezza in questa fase conclusiva del ciclo espansivo della Fed lasciano la curva in una condizione di maggiore volatilità. Nello scenario centrale di continuazione del percorso disinflattivo e di easing monetario, anche se più lento delle nostre precedenti aspettative, i tassi a media/lunga scadenza appaiono già nella parte alta del range di corretta valutazione. Le obbligazioni societarie investment grade e la subordinazione finanziaria rimangono sovrappesate, ma nel complesso l'esposizione al rischio di credito è limitata dalla maggiore cautela nei confronti del comparto high yield e dalla sostanziale neutralità sugli emergenti.



## USA: RISCHI AL RIALZO SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA

All'incertezza sulle decisioni in materia di politica economica della nuova Amministrazione Trump, nel corso delle prime settimane dell'anno si è aggiunta anche quella sulla situazione ciclica del mercato del lavoro e dell'economia nel suo complesso. **La crescita dell'occupazione in dicembre è stata molto più forte delle attese**, segnalando così il rischio che il processo di graduale rallentamento dell'occupazione avviato a inizio 2022 si sia interrotto. In uno scenario di crescita più robusta rispetto alle nostre attese, sarebbe a nostro avviso decisamente più complicato per la Fed proseguire nel ciclo di riduzione dei tagli iniziato nello scorso settembre. **Manteniamo comunque la previsione di due tagli dei tassi da parte della Fed nel corso del 2025**, posticipandoli però alle riunioni di giugno e settembre (anziché marzo e giugno).

## AREA EURO: L'ETÀ DELL'INCERTEZZA

La ripresa dell'attività mostrata da alcuni indicatori ciclici (e soprattutto il rimbalzo nei servizi) esclude un peggioramento di breve termine verso uno scenario recessivo, ma la fiducia di imprese e consumatori rimane fragile, perturbata da un'elevata **incertezza politica**, sia interna che esterna all'Eurozona. Mentre si attendono le misure tariffarie che l'amministrazione Trump varerà verso le economie europee (e il resto del mondo), **le elezioni politiche del prossimo 23 febbraio in Germania dovrebbero eliminare parte dell'incertezza** e portare al governo una coalizione a guida CDU/CSU, che provi ad allentare il freno al debito e approvare misure di sostegno agli investimenti. L'inflazione a dicembre è salita al 2.4% e rimane al 4% nei servizi, ma è attesa rallentare. La BCE ha tagliato i tassi di 25 pb a fine gennaio e ci aspettiamo un altro taglio anche a marzo.

## CINA: LA SPADA DI DAMOCLE DELLE TARIFFE

Nel 2024 la Cina è riuscita a centrare l'obiettivo di crescita del 5% nonostante inizialmente sembrasse particolarmente ambizioso, grazie all'accelerazione della crescita al 6.6% annualizzato nel quarto trimestre e alla revisione al rialzo dei dati precedenti. **La crescita è stata trainata principalmente dalle esportazioni e dal miglioramento della domanda interna che ha beneficiato delle politiche del Governo**. Le esportazioni dovrebbero continuare ad alimentare la crescita del primo trimestre per l'effetto di anticipo della domanda in vista dell'aumento dei dazi, per poi correggere nella parte centrale dell'anno con l'imposizione delle nuove tariffe, determinando una **crescita media nel 2025 pari al 4.6%**. La ripresa in corso appare fragile e necessita pertanto del sostegno della politica economica.

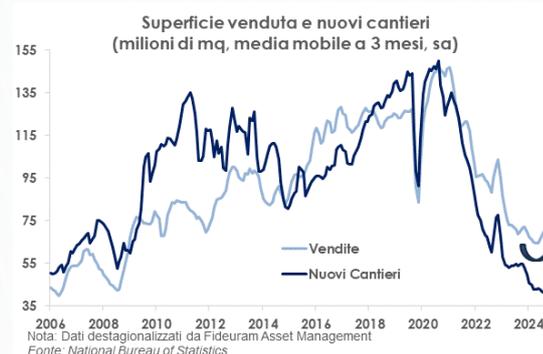
### Nella parte finale del 2024 si è interrotto il processo di graduale rallentamento della crescita dell'occupazione



### L'Eurozona ha perso competitività negli anni post pandemia



### L'ultimo ciclo di misure espansive a favore del mercato immobiliare ha condotto ad un miglioramento delle vendite e dei prezzi



## PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2024	2025*	2026*	2024	2025*	2026*	2024	2025*	2026*
USA	2,8	2,4	2,2	3,0	2,6	2,5	4,38	3,88	3,63
Area Euro	0,7	0,6	0,9	2,4	2,3	1,9	3,00	1,75	1,75
Giappone	-0,1	1,1	0,5	2,7	2,3	2,0	0,25	0,75	1,00
Cina	5,0	4,6	4,0	0,2	0,7	1,2	2,00	1,70	1,70

Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi. Tasso depo per BCE.

\* Previsioni Fideuram Asset Management

## MERCATI AZIONARI

Riteniamo ancora prematuro aumentare il peso dell'Europa nei portafogli perché la dinamica ciclica rimane poco tonica e vi è il rischio che l'imposizione di tariffe possa ulteriormente pesare sulla crescita. Per contro, gli utili tengono, le valutazioni sono relativamente contenute e pensiamo che la BCE possa tagliare i tassi anche di più di quanto scontato dal mercato. Con profitti più deboli di quelli USA, il driver principale per una fase più favorevole alle azioni europee è quello della riduzione del premio per il rischio. Questo dipenderà dall'evoluzione politica domestica (elezioni tedesche e possibile maggiore utilizzo della leva fiscale) o da un impatto meno penalizzante delle tariffe. Riduciamo il peso nel mercato inglese perché le scelte di politica fiscale del governo laburista lasciano incertezza e volatilità sull'evoluzione macro.

Continuiamo a favorire il mercato americano per l'aspettativa di un percorso di crescita degli utili più robusto e superiore alla media storica. Non pensiamo che le valutazioni abbiano spazi di ulteriore aumento, ma non vediamo nemmeno un contesto che porti ad una loro significativa compressione. Dal punto vista settoriale si sta riducendo la dispersione nella crescita dei profitti. Pur mantenendo l'esposizione alla tecnologia, abbiamo allargato l'investimento anche a favore di temi più ciclici e value e a favore di settori che hanno sottoperformato negli ultimi mesi ma vedono un miglioramento degli utili, come l'healthcare.

Vediamo con un certo favore il mercato giapponese, per fondamentali di supporto, ma non abbiamo ancora una posizione attiva di rilievo perché nel breve periodo la crescita dei profitti è meno brillante rispetto agli USA e la politica monetaria della BoJ lascia una certa volatilità sul tasso di cambio. Tuttavia, la ristrutturazione dei bilanci e la dinamica di inflazione più favorevole supportano l'attesa di un aumento dei margini e degli utili. Le valutazioni non sono elevate e hanno spazio di espansione per riflettere l'aumento della redditività aziendale.

Le valutazioni dei paesi emergenti sono relativamente contenute e permane l'aspettativa di annunci di stimolo fiscale da parte delle autorità cinesi, che pensiamo però avvenire successivamente ai primi confronti con la nuova amministrazione USA. Sul fronte del commercio internazionale rimane l'aspettativa dell'imposizione di ulteriori tariffe sugli scambi da parte americana.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### GOVERNATIVO



Siamo neutrali o in lieve sovrappeso sulla componente governativa. Vediamo spazio per la BCE per tagliare i tassi anche più di quanto scontato dal mercato e i rendimenti attuali del Bund sono nella parte alta del nostro range di valutazione. Gli spread periferici, pur trattando ad un livello un po' inferiore a quello suggerito dai fondamentali, rimangono fonte di carry attraente. In USA la superiore forza ciclica e la riduzione del numero di tagli attesi da parte della Fed rendono il Treasury potenzialmente più volatile.

### CORPORATE



Il rendimento totale offerto dal comparto delle obbligazioni societarie di alta qualità è ancora attraente grazie al tasso base, che conferisce un certo grado difensività all'asset class anche in condizioni macro più incerte, e al contributo degli spread che, per quanto relativamente stretti e al netto dei movimenti di breve periodo, rimangono in grado di offrire un extra-rendimento rispetto ai titoli di stato in uno scenario ancora costruttivo.

### HIGH YIELD



Pur in presenza di rendimenti attesi attraenti su base storica, rimaniamo sottopesati perché tra gli asset rischiosi preferiamo le azioni, almeno fintanto che le società continueranno a mostrare capacità di crescita e revisione al rialzo degli utili, e anche per limitare il rischio di credito che può originare dal mantenimento di tassi alti da parte della Fed.

### EMERGENTI



Manteniamo in generale un certo grado di cautela sulle componenti più volatili e di minore qualità del segmento obbligazionario. Le obbligazioni emergenti, ed in particolare quelle in valuta locale, offrono un carry relativamente generoso in senso assoluto, ed è la ragione della posizione neutrale, ma permane l'incertezza sul fronte politico e valutario per la possibile imposizione di ulteriori tariffe sugli scambi commerciali.

## IN EQUILIBRIO TRA UTILI SOLIDI E MAGGIORE VOLATILITÀ

L'esposizione azionaria complessiva è tra il **neutrale e il lieve sovrappeso**, con una preferenza per il mercato americano, a fronte della neutralità verso le altre aree geografiche. L'impostazione resta costruttiva grazie alla solidità degli utili, che continuano a sostenere il mercato, e a un contesto macroeconomico ancora favorevole. Nonostante le valutazioni elevate dell'S&P 500, **la crescita dei profitti rimane solida**, spinta da un mix di momentum ciclico e politiche economiche accomodanti.

**Il nostro sovrappeso azionario si realizza principalmente negli Stati Uniti**, dove la crescita degli utili continua a essere più robusta rispetto alle altre aree geografiche, con una maggiore capacità di superare le attese del mercato. Inoltre, la dispersione nella crescita dei profitti tra i settori è inferiore rispetto agli anni precedenti: **la tecnologia continua a registrare una crescita superiore alla media**, ma il divario con gli altri comparti si sta riducendo.

Questa dinamica da un lato è di supporto alle azioni USA, poiché segnala un'espansione più equilibrata tra i vari settori, con un maggiore contributo da comparti ciclici e industriali. Dall'altro, rappresenta un potenziale fattore di volatilità: le grandi aziende tecnologiche hanno valutazioni molto alte rispetto al resto del mercato, ma la loro crescita degli utili si sta avvicinando a quella degli altri settori. Se questa tendenza prosegue, gli investitori potrebbero rivedere le loro aspettative, portando a vendite e a oscillazioni più marcate nei titoli con valutazioni più elevate.

**Le condizioni finanziarie restano nel complesso ancora espansive**, tuttavia è plausibile che possano emergere momenti di volatilità in risposta a sviluppi macroeconomici inattesi, alla postura negoziale dell'amministrazione Trump, a nuove tariffe, a variazioni nelle aspettative sui tassi di interesse, fattori geopolitici o improvvisi cambiamenti nel newsflow di mercato. Un esempio recente è DeepSeek, il nuovo avanzato modello AI cinese che ha alimentato una forte volatilità su alcuni titoli tecnologici, aumentando l'incertezza sulle prospettive competitive del settore. Considerando queste possibilità, **il grado di rischio nei portafogli è stato ridotto**.

Dal punto di vista geografico, l'Europa **mostra segnali di stabilità**, ma il potenziale di rialzo dipende dalla riduzione del rischio politico e da tagli BCE superiori alle attese. Il Giappone sta vivendo un **graduale miglioramento del contesto macroeconomico e del funzionamento del mercato**, mentre **la Cina resta un'incognita per via delle incertezze legate alle politiche tariffarie USA**. I mercati emergenti, fortemente influenzati dall'andamento dei tassi americani e del dollaro, richiedono un approccio selettivo.

## LA QUALITÀ (DEL CREDITO) PAGA SEMPRE

L'esposizione obbligazionaria mantiene il **favore verso le obbligazioni societarie di alta qualità, con una preferenza per il segmento investment grade e i subordinati finanziari**. Pur riconoscendo che gli spread abbiano ormai spazi limitati per un'ulteriore compressione, il rendimento complessivo continua a essere interessante. La componente di tasso base, che incide significativamente sullo yield totale, consente di mitigare effetti di un eventuale contesto macroeconomico meno favorevole.

Sul fronte dei titoli di Stato, **vediamo un quadro più sfidante per il mercato americano rispetto a quello europeo**. Il recente aumento dei rendimenti ha migliorato l'attrattiva delle obbligazioni governative, ma **in Europa la debolezza economica offre alla BCE maggiori margini per un allentamento monetario**, rendendo il percorso dei tassi più prevedibile rispetto a quello della Fed. Negli Stati Uniti, **i livelli attuali dei tassi riflettono aspettative di prolungamento del ciclo economico**, ma anche un rischio inflazionistico persistente e premi legati alle incertezze fiscali e geopolitiche. Questo contesto genera **maggiore volatilità** e una **sensibilità elevata ai dati macroeconomici**, con la Fed che mantiene una forward guidance meno definita rispetto al passato, aumentando l'incertezza sui movimenti futuri della curva dei rendimenti.

**I tassi tedeschi restano particolarmente influenzati dai movimenti dei titoli di stato USA**, ma la BCE potrebbe adottare un approccio più accomodante nel tempo, con la possibilità che i rendimenti possano intraprendere un percorso discendente risentendo meno della "forza di gravità" esercitata dal Treasury.

Nel **segmento corporate**, manteniamo una **view positiva sul credito investment grade e sulla subordinazione bancaria**. Sebbene gli spread siano relativamente stretti, i rendimenti attuali risultano adeguati a compensare eventuali ampliamenti degli spread o rialzi dei tassi base. Negli ultimi anni, **le obbligazioni societarie investment grade hanno mostrato una volatilità inferiore rispetto ai titoli di Stato**, grazie alla capacità degli spread di assorbire i movimenti della curva. Anche se questa tendenza potrebbe attenuarsi, riteniamo che la minore volatilità del credito rispetto alla maggiore direzionalità dei titoli di Stato continuerà a rappresentare un elemento chiave nella costruzione del portafoglio.

Siamo **neutrali sulle emissioni dei mercati emergenti**, sia in valuta locale che forte, mentre manteniamo un sottopeso sugli **high yield**, per i quali **si inizia a rilevare un progressivo incremento dei tassi di default verso la media storica**, preferendo la combinazione di equity e credito di qualità inclusa la subordinazione finanziaria.

## DISCLAIMER:

*Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.*

*Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.*

*Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.*

*Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.*

*I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.*

*Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.*

*Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.*

*La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.*



FIDEURAM  
INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANKING  
Asset Management

**Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A.**

Via Melchiorre Gioia 22, 20124 Milano  
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626  
[www.fideuramispbsgr.it](http://www.fideuramispbsgr.it)

Società del gruppo **INTESA**  **SANPAOLO**

