

LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT



EDIZIONE 05.2025

SCENARIO MACROECONOMICO

Abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita, sia per gli USA sia per il resto del mondo, dopo la sospensione delle tariffe "reciproche" in aprile e dopo l'accordo tra USA e Cina a inizio maggio, che hanno ridotto in maniera significativa il rischio di recessione negli USA, che comunque non è mai stato il nostro scenario centrale. Riteniamo improbabile una nuova *escalation* della guerra commerciale, in particolare con la scadenza del periodo di sospensione delle tariffe "reciproche" a inizio luglio, ma i rischi al riguardo sono tutt'altro che trascurabili. Il nostro scenario centrale prospetta altri due tagli dei tassi della BCE e della Fed entro fine anno. Nel caso della Fed abbiamo posticipato alla riunione di settembre la prossima mossa, con un rischio molto elevato che i tassi rimangano invece invariati per tutto il resto dell'anno.

MERCATI AZIONARI



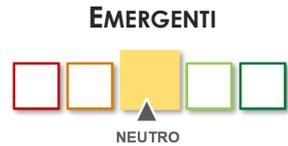
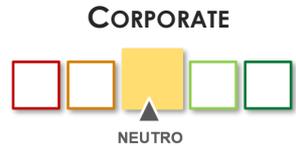
Manteniamo un moderato sovrappeso azionario nei portafogli, un po' inferiore rispetto alle scorse settimane in quanto parzialmente ridotto a seguito del veloce recupero realizzato. Ciononostante, manteniamo un'impostazione ancora costruttiva sulle azioni nell'idea che il quadro macroeconomico, per quanto incerto, non evolva nella direzione di una recessione e consenta una continuità nel percorso di crescita degli utili. Tra le principali aree geografiche abbiamo riorientato il favore verso l'Europa e gli emergenti dell'area asiatica. L'Europa vede utili con spazio di sorpresa al rialzo, valutazioni più basse rispetto agli USA e supporto fiscale in Germania. Gli emergenti asiatici beneficiano di un contesto macro più favorevole dopo la riduzione delle tensioni tra USA e Cina. Infine, la percezione di un maggiore premio per il rischio di natura politica in USA suggerisce un posizionamento neutrale nei confronti del mercato americano, nonostante gli utili della tecnologia continuino ad eccedere le aspettative del mercato. Dal punto di vista settoriale favoriamo la componente *growth* (e tecnologica) in USA e il settore finanziario in Europa.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



La componente obbligazionaria dei portafogli vede un peso dei titoli di stato e una duration sostanzialmente in linea con quelli dei benchmark, ma con una preferenza in termini geografici per le obbligazioni governative europee e in termini di posizionamento di curva per le scadenze intermedie. La riduzione delle tensioni sui dazi con la Cina consente alla Fed di essere più attendista e sposta l'attenzione nei confronti dello stimolo fiscale americano. In Europa, per contro, l'attrattività dei titoli di stato è al margine superiore per un quadro macro non ancora brillante, minori pressioni inflazionistiche e per le attese di ulteriori tagli della banca centrale nel 2025. Nel credito continuiamo a preferire le componenti di maggiore qualità, investment grade e subordinazione finanziaria, rispetto a quelle con rating inferiore. Tra i bond emergenti favoriamo quelli in valuta locale, a scapito di quelli in valuta forte. Il miglioramento della relazione con la Cina suggerisce una stabilizzazione delle valute e una attrattività del carry offerto dal debito locale.



USA: ANCORA PIÙ CONFUSIONE SULLE TARIFFE

Abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita per l'economia USA dopo la sospensione delle tariffe "reciproche" decisa il 9 aprile e poi con l'accordo tra USA e Cina di inizio maggio, ma le stime rimangono inferiori a quelle precedenti il "Liberation Day". La situazione rimane comunque molto incerta anche alla luce della decisione di un Tribunale di New York di considerare illegali tutte le tariffe decise dall'Amministrazione a parte quelle settoriali. A differenza della fiducia di imprese e consumatori, che ha subito un pesante calo, l'andamento dell'attività economica è rimasto robusto, in particolare nel mercato del lavoro, ma **prevediamo che la crescita rallenti nella seconda parte dell'anno**, per l'impatto delle tariffe sui consumi e dell'aumento dell'incertezza sugli investimenti, **con la Fed che dovrebbe tagliare ancora i tassi a fine anno**.

AREA EURO: NEGOZIATI COMPLICATI

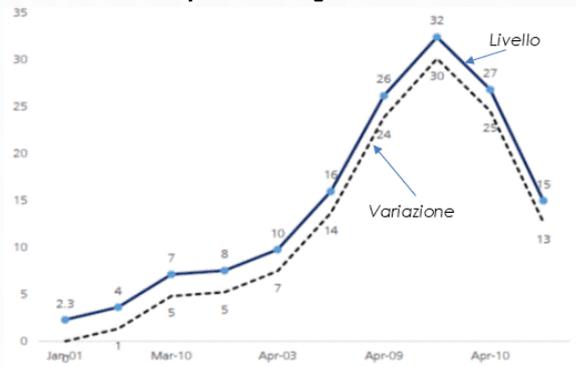
Sono iniziati i negoziati per un accordo commerciale tra UE e USA da raggiungere entro il 9 luglio (per evitare l'aumento ulteriore delle tariffe di un altro 10%, oltre al 10% ora in vigore), ma **le posizioni sono ancora molto distanti**. Il Presidente Trump ha recentemente minacciato di innalzare le tariffe sui beni esportati dall'UE addirittura al 50%, per poi rimandare tale decisione al 9 luglio. L'incertezza è molto elevata: attendiamo un rallentamento della crescita del PIL nel trimestre in corso dall'1.3% allo 0.5% t/t ann. e uno stallo nel prossimo, ma gli effetti distorsivi delle tariffe potrebbero innalzare la crescita nel breve periodo. **L'inflazione si sta nel frattempo moderando in linea con le attese**, grazie anche all'apprezzamento dell'euro (è scesa all'1.9% a maggio, con la core al 2.3%). **La BCE taglierà ancora i tassi a giugno e proseguirà con almeno un altro taglio a settembre**, portando i tassi sotto il 2%.

CINA: DAZI SÌ O DAZI NO

A inizio maggio USA e Cina hanno deciso di ridurre dal 145% al 30% (20% legate al Fentanyl e il 10% "reciproche") le tariffe sulle esportazioni cinesi verso gli USA per un periodo di 90 giorni. L'incertezza resta tuttavia estremamente elevata: non è infatti chiaro cosa succederà al termine dei 90 giorni di sospensione né quale sarà il giudizio finale sulle tariffe della Corte d'Appello USA (o della Corte Suprema). Alla luce dell'accordo tra Cina e USA e dell'ipotesi che il livello delle tariffe non venga nuovamente aumentato alla fine del periodo di sospensione, **abbiamo riportato le nostre previsioni di crescita del PIL sui livelli precedenti il "Liberation Day"**, vale a dire al 4.5% per il 2025 e al 4.0% per il 2026.

L'aliquota tariffaria media USA è scesa decisamente dal picco di inizio aprile

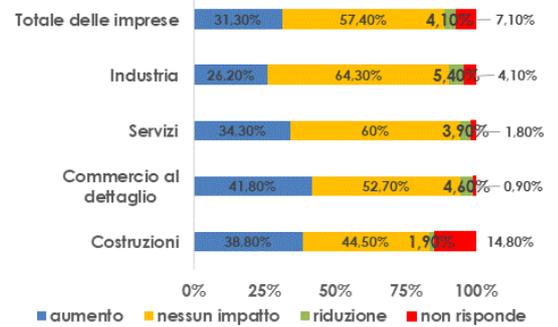
Andamento dell'aliquota media effettiva delle tariffe sulle importazioni negli USA da inizio anno



Fonte: UBS

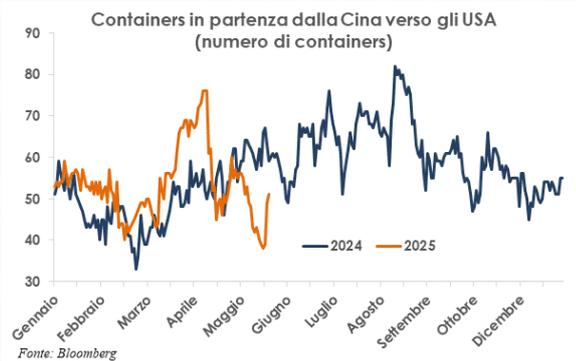
Le imprese proveranno ad assorbire nei margini di profitto l'aumento dei costi legati alla guerra commerciale

Inchiesta sull'impatto delle tensioni commerciali sui prezzi finali di vendita*



Fonte: Commissione Europea, inchiesta del febbraio/marzo 2025

Negli ultimi giorni si è assistito ad un rimbalzo delle spedizioni verso gli USA dopo il brusco calo di maggio



Fonte: Bloomberg

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	1,6	1,8	3,0	3,0	3,4	4,38	3,88	3,63
Area Euro	0,8	0,9	1,0	2,4	2,0	1,8	3,00	1,75	1,75
Giappone	0,2	0,9	0,7	2,7	3,0	2,0	0,25	0,75	1,00
Cina	5,0	4,5	4,0	0,2	0,3	1,2	1,50	1,20	1,20

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

* Previsioni Fideuram Asset Management

MERCATI AZIONARI

Pur consapevoli dei rischi legati alla negoziazione sulle tariffe, manteniamo un sovrappeso nei confronti dei mercati europei che vediamo supportati da un percorso degli utili in miglioramento e valutazioni attraenti. Lo stimolo fiscale supporta il comparto industriale e, quantomeno in parte, riduce l'impatto negativo dei dazi e dell'apprezzamento dell'euro. Nonostante la buona performance recente, continuiamo a vedere con favore l'investimento nel settore finanziario che si caratterizza per solidità dei fondamentali e remunerazione a favore degli azionisti elevata. Ci aspettiamo che la BCE prosegua nel percorso di ribasso dei tassi.

A favore del mercato azionario USA vediamo la forza degli utili, soprattutto grazie al contributo della tecnologia, e il supporto prospettico della politica fiscale e di deregolamentazione. Per contro, le valutazioni più alte e la percezione di un premio per il rischio superiore sugli asset americani derivante dalla maggiore volatilità macro e dall'incertezza nella conduzione della politica economica e commerciale rendono opportuno un posizionamento neutrale, dopo il veloce recupero delle ultime settimane. Abbiamo riposizionato i portafogli più in linea con struttura degli indici aumentando quindi l'esposizione al settore tecnologico e dei semiconduttori.

Rispetto a Europa ed emergenti il mercato giapponese ci pare meno interessante per l'aspettativa di crescita degli utili e un quadro macroeconomico meno brillante. Se il rialzo dei tassi di interesse beneficia il settore finanziario, l'elevata volatilità dei bond a lunga scadenza rende il mercato vulnerabile alla reintroduzione di premi per il rischio. Le valutazioni sono nel complesso relativamente basse e la redditività aziendale è in miglioramento grazie anche al processo di ristrutturazione dei bilanci.

Abbiamo aumentato l'esposizione ai paesi emergenti ed in particolare a quelli dell'area asiatica. L'accordo tra Cina e USA sulle tariffe, per quanto temporaneo, toglie pressione agli asset emergenti e ne migliora le prospettive di crescita. Questi sviluppi sono favorevoli anche per le divise che non devono assorbire l'impatto delle tariffe e beneficiano di un miglioramento nella percezione relativa di rischio. Tra gli emergenti confermiamo il sovrappeso nei confronti della Cina, per l'atteggiamento del governo di maggiore supporto nei confronti del settore privato (in particolare nel comparto tecnologico) e per l'attesa di una politica fiscale più espansiva nei prossimi trimestri.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



CORPORATE



HIGH YIELD



EMERGENTI



Manteniamo un posizionamento complessivamente neutrale verso i titoli di stato, con una preferenza verso la componente europea rispetto quella USA principalmente per il percorso più definito della BCE nella direzione del ribasso dei tassi di interesse. Continuiamo a privilegiare le scadenze intermedie rispetto a quelle a lunga scadenza per limitare l'effetto dell'aumento del premio per il rischio lungo la curva legato alla politica fiscale e all'incertezza macroeconomica.

Le obbligazioni societarie di alta qualità rappresentano uno strumento relativamente attraente per ottenere un extra-rendimento rispetto ai titoli di stato, nonostante gli spread siano storicamente compressi e il contesto caratterizzato ancora da una certa incertezza macroeconomica e politica. In particolare la componente europea beneficia del supporto della politica fiscale tedesca e di un contesto reddituale complessivamente in miglioramento. Il settore finanziario continua ad essere un segmento nel quale abbiamo una visione di favore.

Il rallentamento macroeconomico in corso, l'incertezza che deriva dalle negoziazioni sulle tariffe e la volatilità dei mercati introducono elementi di vulnerabilità sugli spread delle obbligazioni societarie di minore qualità. Tuttavia, i tassi di default sono ancora relativamente contenuti, per quanto in risalita, e pensiamo che non aumenteranno significativamente. Tuttavia, e pur in presenza di rendimenti attesi attraenti su base storica, rimaniamo sottopesati preferendo una combinazione di credito corporate investment grade, subordinazione finanziaria e azioni.

L'evoluzione al momento favorevole delle relazioni con la Cina sulle tariffe ci porta ad aumentare l'esposizione al debito emergente in valuta locale. Il contenimento del rischio tariffario e ciclico suggerisce una stabilizzazione delle valute e una attrattività del carry offerto dal debito locale. In termini relativi, preferiamo la componente locale a quella in valuta forte, anche per la pressione al rialzo in corso sulla parte a lunga scadenza della curva americana.

RIDOTTA A NEUTRALE L'ESPOSIZIONE USA, PREFERENZA PER EUROPA ED EMERGENTI ASIATICI

Il posizionamento azionario complessivo resta in lieve sovrappeso, anche se con un'intensità più contenuta rispetto a ai livelli più elevati assunti durante la fase di ribasso dei mercati. In seguito al rapido recupero dell'S&P 500 su livelli pre-Liberation Day, in un contesto macro ancora incerto, **abbiamo parzialmente ridotto la componente americana**, riportandola su un livello neutrale. Parallelamente, il sovrappeso dell'esposizione azionaria è stato riorientato verso Europa e mercati emergenti, in particolare verso la componente asiatica.

In Europa **le valutazioni restano interessanti, soprattutto se confrontate con quelle degli altri mercati sviluppati**. Le revisioni negative degli utili, registrate nelle ultime settimane, appaiono coerenti con l'indebolimento del quadro macro e potrebbero aver anticipato, e quindi in parte già scontato, un peggioramento dei fondamentali. Inoltre, **la riforma fiscale recentemente approvata in Germania sostiene il settore industriale**, mentre l'attesa di ulteriori tagli da parte della BCE favorisce i comparti più sensibili alla dinamica dei tassi.

Negli Stati Uniti, **la riduzione dell'esposizione riflette un insieme di elementi: valutazioni ancora elevate, incertezze legate al bilancio federale e un quadro tariffario** che, sebbene in fase di distensione, **non si è ancora completamente chiarito**. Per contro gli spazi di discesa del mercato USA sono limitati sia dalla sensibilità e reattività dell'amministrazione USA all'andamento dei corsi azionari sia dai buoni fondamentali, soprattutto nelle componenti tecnologiche. **Abbiamo dunque riposizionato i portafogli più in linea con la struttura degli indici**, quindi più esposti al settore tecnologico e dei semiconduttori, comparti che continuano a offrire una dinamica degli utili solida.

Nei mercati emergenti, **l'esposizione è stata progressivamente aumentata**, in particolare concentrandoci sull'area asiatica. La distensione dei rapporti tra Stati Uniti e Cina ha contribuito a una riduzione dei premi per il rischio, riaccendendo l'interesse per un'area caratterizzata da valutazioni più contenute e buone prospettive di crescita. **La Cina, pur alle prese con le fragilità strutturali del settore immobiliare, beneficia di politiche macro al margine più espansive**, segnali positivi sulla traiettoria degli utili e un rinnovato interesse da parte degli investitori globali. Altre economie asiatiche, come India, Taiwan e Corea, offrono accesso a trend strutturali legati alla tecnologia e alla crescita interna, in un contesto di maggiore stabilità valutaria e spazio di manovra monetaria.

EQUILIBRIO SU DURATION E CREDITO, OPPORTUNITÀ DI CARRY NEI BOND EMERGENTI LOCALI

Nel comparto obbligazionario, **manteniamo un'impostazione complessivamente neutrale sulla duration governativa**, con una preferenza per le scadenze intermedie rispetto ai tratti lunghi della curva e per i titoli europei rispetto a quelli statunitensi. Questa impostazione nasce dall'idea di dover affrontare una fase in cui la volatilità dei tassi è in aumento e l'attenzione degli investitori si è spostata sul tema della sostenibilità fiscale, in particolare negli Stati Uniti.

Il miglioramento dei rapporti commerciali USA-Cina ha ridotto il rischio di contrazione ciclica, spostando l'attenzione verso il tema fiscale americano e rendendo meno imminente un intervento espansivo della Fed. In questo contesto, preferiamo i titoli di Stato europei rispetto a quelli americani, soprattutto sulla parte intermedia della curva, dove le attese di **ulteriori tagli da parte della BCE e un'inflazione in progressivo rallentamento offrono un miglior profilo rischio/rendimento**. Rimaniamo invece più cauti sulla parte lunga della curva americana, dove il premio per il rischio riflette la crescente incertezza politica e fiscale.

Nel comparto del credito societario **manteniamo una preferenza per gli emittenti di qualità e per la subordinazione finanziaria**, che offrono un rendimento superiore alla componente governativa. Tuttavia, gli attuali livelli degli spread suggeriscono margini di restringimento limitati anche in scenari macroeconomici favorevoli. Sul segmento high yield, la combinazione di fondamentali ancora solidi, duration contenuta e rendimento assoluto elevato ha finora sostenuto i flussi, ma la maggiore sensibilità a volatilità politica e macroeconomica impone prudenza.

Nell'area emergente abbiamo aumentato l'esposizione al debito in valuta locale, ritenuto più interessante rispetto a quello in valuta forte. Il clima meno teso sul fronte tariffario, la debolezza del dollaro e condizioni inflattive sotto controllo offrono spazi alle banche centrali locali per politiche accomodanti, rafforzando l'attrattiva dei rendimenti offerti. In particolare, **privilegiamo l'Asia al netto della Cina, in quanto più esposta ai benefici della normalizzazione globale e meno soggetta a dinamiche idiosincratiche**. Al contrario, siamo più cauti sul debito emergente in dollari, dove vi è una combinazione di tassi USA volatili e spread compressi.

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

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

