



# LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 06.2025

## SCENARIO MACROECONOMICO

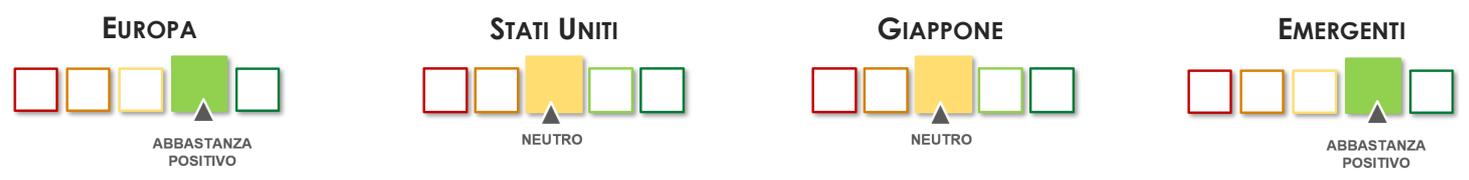
L'incertezza sull'evoluzione del conflitto in Medio Oriente (con le possibili ripercussioni sui prezzi energetici) si è ora aggiunta a quella sulla politica tariffaria degli USA, che rimane ancora elevata con l'approssimarsi della scadenza della sospensione delle tariffe reciproche. Negli USA, peraltro, l'andamento sia della domanda interna sia delle condizioni del mercato del lavoro rimane robusto, ma continuiamo a prospettare un rallentamento significativo nella seconda parte dell'anno: riteniamo che la Fed dovrà attendere almeno settembre (o anche oltre) per un taglio dei tassi. Nell'Eurozona la crescita è risultata più robusta delle attese a inizio anno, ma un rallentamento è ora atteso, soprattutto per l'impatto dell'incertezza legata alle tariffe: confermiamo l'attesa di un ultimo taglio della BCE in settembre.

## MERCATI AZIONARI



Il posizionamento azionario complessivo resta in lieve sovrappeso, anche se in modo più contenuto rispetto a quello implementato nella fase di ribasso dei mercati in aprile. Il riaccendersi del conflitto tra Iran e Israele ha generato un aumento della volatilità sul petrolio, ma finora non ha modificato in modo strutturale l'impostazione dei mercati, che restano concentrati sui fondamentali. Abbiamo un posizionamento neutrale verso gli USA assunto dopo il recupero dei livelli pre-Liberation Day.

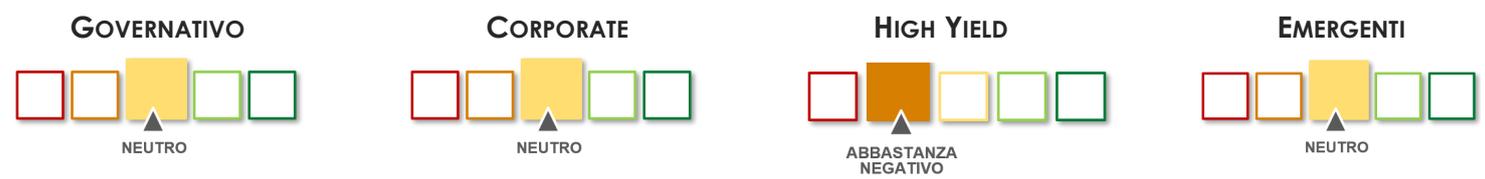
Confermiamo il leggero sovrappeso nella componente europea a cui abbiamo aggiunto l'area emergente asiatica. L'Europa ha valutazioni più basse rispetto agli USA e l'espansione fiscale tedesca attutisce l'incertezza tariffaria. I mercati emergenti asiatici hanno beneficiato dei progressi nelle relazioni commerciali e dei conseguenti favorevoli effetti macroeconomici. Settorialmente continuiamo a privilegiare la componente growth in USA e quella finanziaria in Europa.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI



La componente obbligazionaria mantiene l'esposizione ai titoli di stato e una duration sostanzialmente in linea con i benchmark. La riduzione delle tensioni sui dazi con la Cina ha consentito alla Fed di essere più attendista e ha spostato l'attenzione nei confronti dello stimolo fiscale americano. In Europa, il contesto macro rimane meno esposto a pressioni inflazionistiche e meno soggetto a premi per il rischio di natura politica, con la BCE che sembra ora più prossima alla conclusione del ciclo di espansione monetaria. I tassi americani una volta coperti dal rischio di cambio offrono un rendimento inferiore a quelli europei; tuttavia in caso di rischio ciclico la Fed ha nell'attuale contesto maggiori spazi di manovra. Nel credito continuiamo a preferire le componenti di maggiore qualità e la subordinazione finanziaria rispetto all'high yield. Tra i bond emergenti favoriamo quelli in valuta locale rispetto a quelli in valuta forte.



## USA: LIMITATO IMPATTO DELLE TARIFFE SUI PREZZI DEI BENI (ALMENO PER ORA)

I dati sull'inflazione di aprile e, in particolare, di maggio, hanno mostrato **un impatto per ora piuttosto modesto degli aumenti delle tariffe decisi nel corso degli ultimi mesi sui prezzi finali dei beni**. Abbiamo pertanto rivisto ulteriormente al rialzo le nostre previsioni di crescita per il 2025, che rimangono però inferiori a quelle di inizio anno. Le condizioni del mercato del lavoro sono inoltre risultate ancora piuttosto solide anche in maggio. Il nostro scenario continua a contemplare un significativo rallentamento della crescita nella seconda parte dell'anno, cui **la Fed dovrebbe rispondere con un taglio dei tassi (di 25 pb) in settembre e con un altro taglio in dicembre**. Permane comunque un rischio molto elevato che la Fed posticipi i tagli rispetto al nostro scenario centrale.

## AREA EURO: IN PAUSA

La crescita del PIL nel primo trimestre è stata rivista al rialzo al 2.5% t/t annualizzato (dall'1.3%), a causa dell'anticipo delle esportazioni per i timori sull'imposizione delle tariffe sui beni verso gli USA. La fiducia delle imprese in giugno è rimasta stabile su livelli modesti e **il PIL dovrebbe contrarsi nel secondo trimestre**, per la correzione del canale estero. **L'inflazione sta rallentando** in linea con le attese ed è scesa all'1.9% a maggio: il recente aumento dei prezzi energetici causato dalla crisi in Medio Oriente ancorerà maggiormente l'inflazione al 2% a fine anno, impedendole di scendere all'1.5%, come previsto in precedenza. La BCE a giugno ha portato il tasso sui depositi al 2% e sembra ora **voler entrare in pausa**, per meglio valutare l'evoluzione dello scenario. **Attendiamo un ultimo taglio dei tassi nella riunione di settembre**.

## CINA: FORTE INCERTEZZA SULLE PROSPETTIVE DI CRESCITA

L'attività economica è rimasta robusta in maggio, nonostante l'incertezza determinata dalla politica commerciale degli USA. Nel secondo trimestre la crescita del PIL dovrebbe quindi superare il 5% a/a, in linea con le nostre attese. La crescita a inizio anno è stata trainata sia dai consumi, che hanno beneficiato delle agevolazioni decise dal Governo, sia dalle esportazioni, risultate in aumento prima del potenziale aumento delle tariffe. **Questi fattori potrebbero però venire meno nella seconda parte dell'anno**. In aggiunta, permangono elementi di incertezza, in particolare la perdurante crisi del mercato immobiliare e il rischio di nuovi aumenti delle tariffe da parte degli USA.

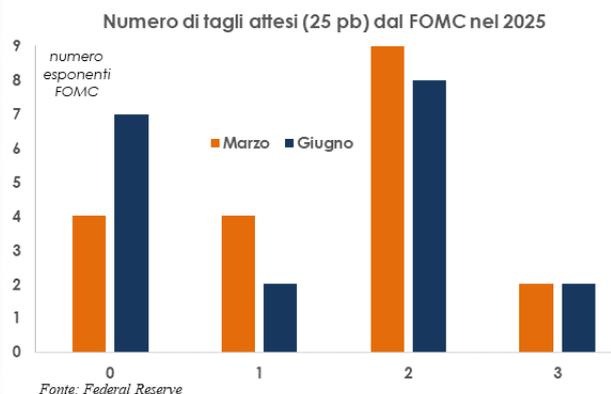
## PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

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

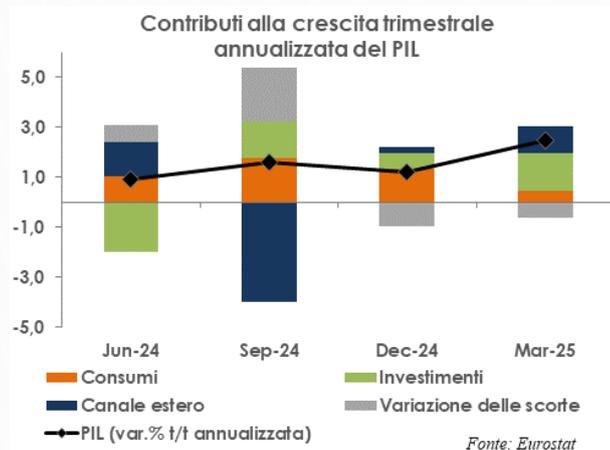
Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi. Tasso depo per BCE.

\* Previsioni Fideuram Asset Management

Un ampio numero di membri del FOMC è ora favorevole a mantenere i tassi invariati per il resto dell'anno



Investimenti e canale estero hanno sostenuto la crescita nel primo trimestre



Calo significativo delle esportazioni verso gli USA a causa degli aumenti dei dazi



## 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.

Si conferma 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 al passato sugli asset americani 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.

Manteniamo il sovrappeso nei confronti dei paesi emergenti ed in particolare verso l'area asiatica. L'accordo Cina-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. Confermiamo il sovrappeso nei confronti della Cina, per l'atteggiamento del governo più supportivo verso il settore privato e per l'attesa di una politica fiscale più espansiva.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### GOVERNATIVO



Manteniamo un posizionamento complessivamente neutrale verso i titoli di stato. I portafogli hanno ancora una marginale preferenza verso le scadenze intermedie rispetto a quelle a lunga per limitare l'effetto dell'aumento del premio per il rischio lungo la curva legato alla politica fiscale. I tassi americani una volta coperti dal rischio di cambio offrono un rendimento inferiore a quelli europei; tuttavia in caso di rischio ciclico la Fed ha nell'attuale contesto maggiori spazi di manovra.

### CORPORATE



Il segmento investment grade è 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.

### HIGH YIELD



Il rallentamento macro 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. Rimaniamo sottopesati preferendo una combinazione di credito corporate investment grade, subordinazione finanziaria e azioni.

### EMERGENTI



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. Preferiamo la componente locale a quella in valuta forte, per gli spread ristretti e per la pressione al rialzo in corso sulla parte a lunga scadenza della curva americana.

## TRA EUROPA ED EMERGENTI L'IMPOSTAZIONE AZIONARIA È ANCORA COSTRUTTIVA

Il posizionamento azionario complessivo non subisce modifiche, mantenendo l'impostazione di **lieve sovrappeso concentrato in Europa e nei mercati emergenti**, con focus sulla parte asiatica, ed un'esposizione neutrale verso gli Stati Uniti.

Il contesto resta caratterizzato da una **riduzione del rischio di recessione**, in funzione di dati macro complessivamente resilienti e da un atteggiamento negoziale più costruttivo sul fronte geopolitico e commerciale. Elementi che, nel loro insieme, continuano a supportare la scelta di mantenere un'esposizione nel complesso moderatamente positiva sull'asset class. L'evidenza storica mostra che **in assenza di contrazioni degli utili è difficile che si verifichino correzioni marcate e durature**. In questo quadro, tuttavia, si inserisce il riaccutizzarsi del conflitto tra Iran e Israele che ha introdotto un nuovo fattore di rischio geopolitico, alimentando la volatilità sugli asset più sensibili, in particolare il petrolio. **Al momento questi eventi non hanno modificato in modo strutturale l'impostazione dei mercati**, che restano concentrati sulle variabili fondamentali.

Negli Stati Uniti, la **crescita degli utili si mantiene nel complesso favorevole**, guidata in larga misura dal **comparto tecnologico**, che continua ad allargare il divario rispetto al resto dell'indice. La forza di questo segmento non è solo legata alla ripresa ciclica, ma riflette anche un posizionamento strutturale su trend di lungo periodo – in particolare legati all'intelligenza artificiale – che continuano ad attrarre capitali. Sebbene gli utili continuino a mostrare una traiettoria solida, molto di questo ottimismo appare tuttavia già riflesso nei prezzi. **Il recupero dell'S&P 500 ha riportato il mercato su livelli che scontano condizioni molto positive**. A questo si associano segnali di riequilibrio rispetto alle altre aree geografiche in termini di flussi, dopo un lungo periodo di eccezionalismo americano.

In Europa, **il posizionamento resta in sovrappeso**. Le valutazioni continuano a offrire un punto di ingresso interessante in particolare rispetto agli USA, anche tenendo conto delle differenze settoriali. **Le revisioni al ribasso degli utili appaiono in parte già incorporate dai prezzi e riflettono una debolezza ciclica attesa e in parte già scontata**, lasciando spazio a sorprese. In questo senso un elemento di ulteriore supporto è rappresentato dalla riforma fiscale tedesca, prospetticamente capace di ampliare il potenziale di crescita relativo dell'area.

Sui **mercati emergenti**, **l'attenzione rimane centrata sull'Asia**, dove la combinazione di valutazioni contenute, aspettative di **crescita in miglioramento e contesto valutario più favorevole** ha riportato interesse tra gli investitori globali.

## FOCUS SU SCADENZE INTERMEDIE, CREDITO DI QUALITÀ E BOND EMERGENTI IN VALUTA LOCALE

L'esposizione obbligazionaria non subisce modifiche. Manteniamo un'impostazione complessivamente neutrale sulla duration governativa, con una marginale preferenza per le scadenze intermedie rispetto ai tratti lunghi della curva. **La curva americana in particolare ha mostrato segnali di discontinuità nei mesi recenti**, con il tratto più lungo (in particolare la scadenza a 30 anni) che ha riflesso l'aumento del premio per il rischio legato all'incertezza politica e alle variabili fiscali. In termini di posizionamento di curva questa evidenza ci fa **preferire le scadenze intermedie**, in quanto appaiono maggiormente protetti dalla parte più a lunga che appare ancora instabile sul fronte dei premi per il rischio. **In Europa, il contesto macro rimane meno esposto a pressioni inflazionistiche e meno soggetto a premi per il rischio di natura politica.** Tuttavia la BCE sembra ora più prossima alla conclusione del ciclo di espansione monetaria.

**I tassi americani una volta coperti dal rischio di cambio offrono un rendimento inferiore a quelli europei;** tuttavia in caso di rischio ciclico la Fed ha nell'attuale contesto maggiori spazi di manovra.

Nel comparto del credito societario privilegiamo ancora gli emittenti investment grade e la subordinazione bancaria, che continua a offrire un interessante extra-rendimento rispetto alla componente governativa. **L'attuale compressione degli spread, tuttavia, lascia spazio limitato per un ulteriore restringimento**, anche in presenza di scenari macro favorevoli. Va inoltre considerato che, in questa fase, la volatilità dei titoli governativi – storicamente più contenuti rispetto ai corporate – si è in gran parte moderata (e talvolta invertita), ponendo le obbligazioni societarie di qualità come strumento utile anche in ottica di stabilizzazione del portafoglio.

**Sul segmento high yield rimaniamo più cauti:** la qualità del credito rimane sostenuta da buoni fondamentali e da una duration contenuta, ma la maggiore sensibilità di questi strumenti alle dinamiche politiche e macroeconomiche suggerisce un approccio prudente. Nell'area emergente confermiamo il rafforzamento dell'esposizione in valuta locale, giudicata più interessante rispetto alla componente in hard currency. La recente debolezza del dollaro – alimentata anche dalla riapertura di un premio per il rischio sugli asset statunitensi – ha migliorato le condizioni per una ripresa del flusso verso gli emergenti, in particolare asiatici. La dinamica inflattiva sotto controllo e l'allentamento delle tensioni tariffarie consentono alle banche centrali locali di mantenere un orientamento più accomodante, favorendo la resilienza della componente obbligazionaria in valuta domestica.

Infine, **si mantiene una posizione sottopesata sul dollaro. La correlazione tra differenziale di tassi e andamento della divisa USA si è indebolita**, lasciando spazio ad altri fattori di rischio, come quello legato al tema fiscale e più in generale ad una sorta di reintroduzione di premi per il rischio degli asset americani.

## 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**

