

LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT



EDIZIONE 02.2025

SCENARIO MACROECONOMICO

Le decisioni di politica economica della nuova Amministrazione Trump, in particolare in materia fiscale e tariffaria, rimangono al centro dell'attenzione dei mercati. Rispetto al nostro scenario i rischi al momento appaiono al rialzo riguardo alle tariffe e al ribasso per quanto concerne l'espansione fiscale. La frattura nei rapporti tra USA e Europa dovrebbe inoltre determinare una maggiore spinta alle spese per la difesa in Europa e l'esito delle elezioni in Germania appare compatibile con un impulso fiscale che potrebbe risultare non trascurabile nel medio periodo. Non abbiamo peraltro apportato modifiche significative al nostro scenario di crescita e inflazione a livello globale e alle attese sulle prossime decisioni delle banche centrali: prevediamo che la BCE taglierà i tassi nelle prossime tre riunioni e poi ancora in settembre, mentre per la Fed confermiamo due ulteriori tagli quest'anno.

MERCATI AZIONARI



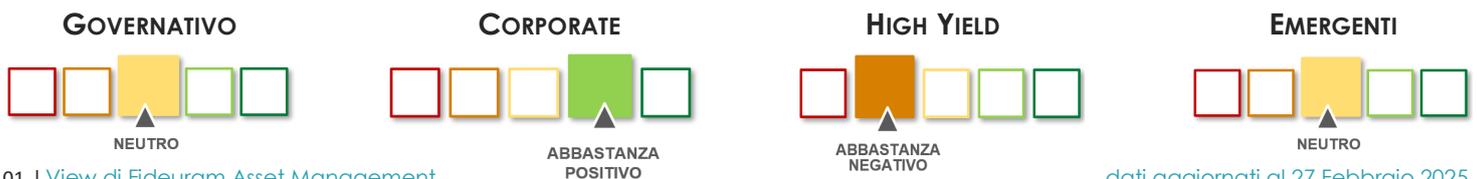
L'esposizione azionaria si colloca ancora fra la neutralità e un leggero sovrappeso. Questo orientamento costruttivo si basa su attese di crescita degli utili ancora solide, che si stanno progressivamente estendendo a una molteplicità di settori oltre al comparto tecnologico. Si introducono alcuni elementi di modifica nell'impostazione dei portafogli, in primo luogo attraverso una maggiore diversificazione tematica e di stile all'interno dell'azionario USA, che resta comunque in leggero sovrappeso. Tuttavia, la dimensione del sovrappeso è contenuta, riflettendo un aumento dell'incertezza e il rischio di volatilità legati all'evoluzione delle politiche commerciali e alle dinamiche del mercato del lavoro. Manteniamo una complessiva neutralità sulle altre aree, dove la crescita degli utili è superiore allo scorso anno, ma inferiore a quella USA. All'interno dell'esposizione complessivamente neutrale ai mercati emergenti è stata confermata la preferenza relativa per la Cina, in funzione del miglioramento della percezione di un minore premio per il rischio politico indotta dal mutato atteggiamento del governo nei confronti del settore privato.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



La componente obbligazionaria dei portafogli è impostata con una duration leggermente superiore ai benchmark e una preferenza per il rischio di credito di alta qualità come il corporate investment grade e la subordinazione finanziaria. Il posizionamento sui titoli di stato resta neutrale, ma con una preferenza per l'area Euro rispetto a quello USA, in virtù della maggiore chiarezza della BCE sulla traiettoria di politica monetaria. Di recente abbiamo però un po' ridotto l'esposizione ai tratti più lunghi della curva governativa europea a favore di obbligazioni corporate di alta qualità, rafforzando così la preferenza relativa tra credito e titoli di stato dell'area Euro. Questa scelta riflette iniziali segnali di stabilizzazione macro in Europa e consente un posizionamento su segmenti di curva più sensibili al percorso di ribasso dei tassi intrapreso dalla BCE, senza modificare nel complesso il leggero sovrappeso di duration. La complessiva esposizione al credito è limitata dalla cautela che abbiamo nei confronti del comparto high yield e dalla sostanziale neutralità sugli emergenti. Non pensiamo che le asset class a maggiore rischio di credito siano vulnerabili ad un aumento significativo dei default, ma l'opinione ancora costruttiva sul mercato azionario e la maggiore incertezza macro ci fanno preferire emittenti di rating superiore.



USA: AMERICA FIRST

L'attività della nuova Amministrazione USA è stata per ora piuttosto frenetica, con **piani piuttosto aggressivi di politica commerciale**, anche se finora solo l'aumento del 10% sui dazi per la Cina risulta effettivo. L'espansione fiscale su cui sta lavorando il Congresso appare invece, almeno per ora, più modesta delle attese. **L'economia ha probabilmente lievemente rallentato a inizio anno**, anche per l'impatto di fattori temporanei (come il clima avverso), anche se le indicazioni che giungono dal mercato del lavoro negli ultimi mesi sono state nel complesso molto robuste. Il nostro scenario continua a **contemplare due tagli dei tassi da parte della Fed nel corso dei prossimi mesi** (nelle riunioni di giugno e settembre), ma è decisamente aumentato il rischio che la Fed non sia in grado di tagliare i tassi nel corso del 2025.

AREA EURO: LA RESA DEI CONTI

Il disimpegno USA sulla sicurezza europea **impone all'Europa di predisporre una propria strategia di difesa**, ripensando la politica fiscale. Il dibattito politico a livello europeo sta accelerando. Le elezioni tedesche rendono possibile una coalizione a due (CDU/SPD), anche se manca la maggioranza dei due terzi dei partiti "centristi", ma la nuova **leadership** sembra determinata ad usare la leva della politica fiscale. L'Europa attende anche **le tariffe "reciproche" da parte USA a partire da aprile**, su categorie merceologiche rilevanti (come le auto). Al contempo, **una possibile soluzione al conflitto in Ucraina** può avere ricadute positive in relazione alle modalità di realizzazione (un cessate il fuoco o una pace credibile). **La BCE taglierà ancora i tassi nella riunione di marzo** e sono attesi altri tagli anche ad aprile e giugno.

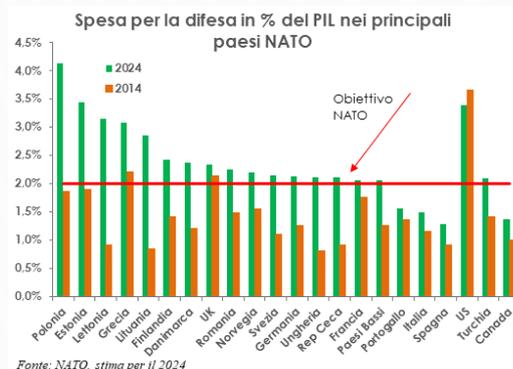
CINA: RIPRENDE LA GUERRA COMMERCIALE

I dati ad alta frequenza, in assenza della pubblicazione dei dati dei primi due mesi dell'anno a causa delle festività del Capodanno, **confermano la fragilità della crescita economica**. La fiducia delle imprese manifatturiere in gennaio è tornata sotto 50 dopo tre mesi, con un calo decisamente superiore rispetto alla media del passato. **L'aumento dei dazi del 10% imposto su tutte le merci esportate verso gli USA** a partire dallo scorso 4 febbraio è stato inferiore alle attese, ma più rapido di quanto ci si aspettasse e **dovrebbe avere un impatto sulla crescita intorno al -0.5% in parte mitigato dalle politiche del Governo**. Per il momento confermiamo le nostre attese di crescita per l'anno in corso al 4.6%, ma con notevoli rischi al ribasso legati alle decisioni degli USA sugli aumenti delle tariffe.

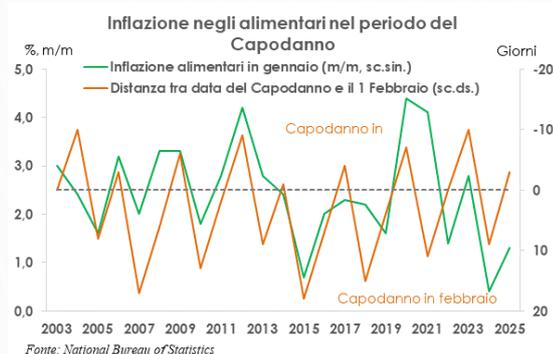
Con la recente revisione dei dati la crescita dell'occupazione risulta in chiara accelerazione



L'amministrazione Trump preme per ulteriori aumenti delle spese della difesa degli stati NATO



L'effetto stagionale del Capodanno sull'inflazione negli alimentari è stato più debole rispetto al passato



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	2,8	2,6	4,38	3,88	3,63
Area Euro	0,7	0,8	1,0	2,4	2,3	1,9	3,00	1,75	1,75
Giappone	0,1	1,1	0,7	2,7	2,8	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

Le valutazioni del mercato europeo sono basse, la recente debolezza dell'euro e il ribasso dei tassi della BCE sono elementi di supporto macro, e i profitti aziendali mostrano segnali positivi. L'esito elettorale tedesco aumenta l'aspettativa di una maggiore flessibilità fiscale. Tuttavia, il ciclo economico resta incerto, con rischi legati alle politiche commerciali e tariffarie degli USA. Manteniamo una posizione neutrale, ma abbiamo una visione favorevole sul settore finanziario.

Manteniamo un giudizio positivo sul mercato USA grazie alla crescita degli utili, ora più diffusa tra i settori. Tuttavia, una maggiore incertezza macroeconomica suggerisce un sovrappeso limitato. Restiamo pronti ad aumentare l'esposizione in caso di correzioni. La maggior diffusione dei profitti ci fa posizionare anche a favore di un allargamento del mercato che riflettiamo nei portafogli con investimenti dedicati di tipo equally-weighted, value o a favore di settori che sono laggard nella performance ma vedono un miglioramento degli utili, come quello farmaceutico e, talvolta, anche a favore delle capitalizzazioni inferiori.

Il mercato giapponese si caratterizza per fondamentali di supporto e una evoluzione macro favorevole. Non abbiamo però una posizione attiva di rilievo perché nel breve periodo la crescita dei profitti è meno brillante rispetto agli USA, nonostante la ristrutturazione dei bilanci e la dinamica di inflazione più favorevole si riflettano nell'attesa di un aumento dei margini. Le valutazioni non sono elevate e hanno spazio per riflettere l'aumento della redditività aziendale.

Nel complesso siamo neutrali nelle azioni emergenti per l'incertezza legata alle tariffe e in generale all'evoluzione della politica commerciale americana. All'interno del comparto emergente abbiamo però un sovrappeso nei confronti della Cina, non tanto per l'aspettativa di annunci di stimolo fiscale e di un percorso macroeconomico e dei profitti più favorevole, ma per un atteggiamento di maggiore supporto del governo nei confronti del settore privato, ed in particolare della tecnologia, che favorisce la percezione di un minore premio per il rischio e un aumento delle valutazioni.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

GOVERNATIVO



CORPORATE



HIGH YIELD



EMERGENTI



Manteniamo una posizione nel complesso neutrale, preferendo la componente dell'area Euro dove l'evoluzione ciclica 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 e l'incertezza sull'impatto della politica economica di Trump lasciano la curva in una condizione di maggiore vulnerabilità qualora i dati macro dovessero segnalare rischi di surriscaldamento. Tuttavia, il nostro scenario di riferimento continua a contemplare un percorso disinflattivo e di easing monetario, che nonostante sia più lento delle nostre precedenti aspettative, lascia i tassi a medio / lunga scadenza nel range di corretta valutazione.

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.

I tassi di default, nonostante l'aumento del costo del capitale, sono ancora relativamente contenuti. Tuttavia, 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.

In generale, manteniamo un certo grado di cautela sulle componenti più volatili e di minore qualità del segmento obbligazionario cui preferiamo l'esposizione azionaria. 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.

ANCORA FAVORE PER GLI USA ATTRAVERSO UN ALLARGAMENTO DELL'ESPOSIZIONE

La componente azionaria ha registrato un incremento della diversificazione tematica e di stile negli Stati Uniti, che rimangono il **mercato in cui esprimiamo il leggero sovrappeso**. Qui, la progressiva riduzione del divario di crescita tra le *mega-cap* tecnologiche (i cosiddetti *Magnifici 7*) rispetto al resto del mercato a fronte di gap valutativi molto ampi e all'incertezza dei ritorni sugli ingenti investimenti richiesti dai comparti innovativi ha favorito nell'ultimo periodo una fase di rotazione geografica e settoriale verso segmenti più *value*. Pur riconoscendo la robustezza degli utili in un quadro di decelerazione graduale dell'economia USA, le valutazioni restano elevate e i **rischi legati all'evoluzione delle politiche monetarie e commerciali** potrebbero determinare un **incremento della volatilità**. Per questo motivo, manteniamo un sovrappeso contenuto, che apre la possibilità di cogliere eventuali punti di ingresso più interessanti in caso di correzioni di mercato. **I mercati europei hanno cominciato l'anno positivamente**, sostenuti da valutazione più contenute rispetto agli USA e da sorprese macro e sugli utili aziendali. Tuttavia, le tensioni con l'amministrazione americana (tariffe e conflitto russo-ucraino) e gli sviluppi politici in Germania e Francia **ci spingono a mantenere il posizionamento neutrale**. La BCE dispone di margini per proseguire l'azione espansiva e un'eventuale soluzione del conflitto in Ucraina potrebbe sostenere i settori ciclici, ma i termini dell'accordo sono ancora poco chiari. In Giappone, la fase di consolidamento continua: **prosegue il percorso reflattivo, con salari e inflazione che mostrano un'accelerazione**, e le aziende che beneficiano delle riforme di *corporate governance* e di una graduale revisione al rialzo degli utili. **Manteniamo una visione costruttiva di medio termine**, ma nel breve evitiamo esposizioni rilevanti a causa delle incertezze macro interne (andamento del PIL, evoluzione della politica monetaria della banca centrale giapponese) e internazionali (politiche commerciali USA). Nei mercati emergenti, la situazione è eterogenea: in America Latina persiste il nodo valutario e quello legato alle tariffe, mentre **in Asia rinnoviamo il sovrappeso relativo sulla Cina, sostenuta dall'atteggiamento più aperto del governo verso il settore privato e dalle tecnologie** open-source (come Deepseek), che hanno permesso di ridurre il premio per il rischio e di rivedere al rialzo gli utili, soprattutto nel comparto tecnologico. Sul fronte domestico, gli appuntamenti del 5 marzo (riunione del Partito Comunista) e aprile (Politburo) daranno indicazioni su obiettivi di crescita ed eventuali approcci fiscali. Inoltre, in primavera sarà più definita la questione tariffaria.

ANCORA CREDITO AL CREDITO (DI ALTA QUALITÀ)

L'impostazione del portafoglio obbligazionario mantiene una **duration leggermente superiore ai benchmark**, concentrandosi su credito di alta qualità (corporate investment grade e subordinazione finanziaria) e su un'esposizione neutrale ai governativi con **preferenza verso il segmento europeo**.

Il posizionamento sui titoli di stato resta neutrale, ma con una **preferenza relativa per il segmento dell'area Euro rispetto a quello USA**, ma abbiamo limitato l'esposizione alla parte lunga della curva che appare soggetta a maggiore volatilità.

Il percorso più definito dei tassi BCE e alcuni segnali di stabilizzazione congiunturale ci portano ad **esprimere il sovrappeso di duration più attraverso il segmento del credito di alta qualità**, consentendo il posizionamento dei portafogli su tratti di curva più sensibili all'andamento della politica monetaria.

Riteniamo che i tratti intermedi risentano maggiormente delle trattative commerciali, delle evidenze cicliche e dell'orientamento BCE. L'accordo di governo tedesco non ha eliminato i rischi di stallo su possibili riforme fiscali, mentre gli spread francese e italiano appaiono coerenti con i fondamentali, senza spazi evidenti per ulteriori restringimenti.

Negli Stati Uniti, la curva ha risentito dei dati sul mercato del lavoro, di **un'inflazione che prosegue nel graduale percorso di riduzione anche se in modo meno lineare** e della riduzione del premio per il rischio fiscale alimentato dall'attesa di una riduzione spesa. **Questi livelli si collocano all'interno del nostro range di corretta valutazione risultando compatibili con il nostro scenario** centrale di riferimento e assumiamo pertanto un posizionamento neutrale.

All'interno del credito, continuiamo ad avere un **sovrappeso sul segmento investment grade**, che offre volatilità contenuta ed un pick up di rendimento in un segmento con una **duration corrispondente al segmento di curva che preferiamo**.

Il segmento **high yield** presenta rendimenti storicamente elevati e fondamentali che hanno resistito al recente rialzo dei tassi, con incrementi solo moderati e graduali dei tassi di default. Tuttavia, **preferiamo utilizzare il budget di rischio sull'azionario, più direttamente correlato alla profittabilità aziendale**. Confermiamo dunque un approccio prudente, anche in vista delle necessità di rifinanziamento e dell'incertezza sul percorso Fed.

Manteniamo un **posizionamento neutrale anche nei confronti dell'obbligazionario emergente**, che resta **vulnerabile ad evoluzioni sulla questione tariffaria**, preferendo declinare l'esposizione obbligazionaria con componenti meno volatili.

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.fideuramispsgr.it

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

