



LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 03.2025

SCENARIO MACROECONOMICO

La strategia economica e politica della nuova Amministrazione Trump sta avendo implicazioni rilevanti anche nel resto del mondo, come attestato in particolare nelle ultime settimane dalla svolta di politica fiscale in Germania, del tutto inattesa nelle sue dimensioni (e anche l'Europa nel suo complesso si prepara ad aumentare le proprie spese militari), che ci ha indotto a rivedere al rialzo in misura significativa le nostre stime di crescita per l'Eurozona a partire dal prossimo anno. Il quadro complessivo di breve periodo rimane però decisamente incerto e le decisioni in tema di tariffe che saranno annunciate dall'Amministrazione USA a inizio aprile rappresentano un altro importante elemento di rischio. Non abbiamo modificato il nostro scenario centrale per quanto riguarda la politica monetaria di Fed e BCE, con altri tagli attesi nel corso dei prossimi mesi.

MERCATI AZIONARI



Abbiamo utilizzato la recente discesa dei mercati per aumentare il moderato sovrappeso a livello di asset class nel suo complesso. A livello geografico i portafogli mantengono una preferenza verso gli Stati Uniti e, all'interno della complessiva neutralità verso i paesi emergenti, per il mercato cinese. Negli Stati Uniti abbiamo posizionato i portafogli a favore di un allargamento del mercato verso segmenti anche diversi da quello tecnologico. 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. In Europa riconosciamo segnali di miglioramento delle prospettive macroeconomiche innescate dalla svolta fiscale in Germania. Le valutazioni hanno già in parte riflesso questo contesto ed anche i profitti aziendali hanno mostrato segnali positivi, ma nel breve vi sono rischi legati alla possibile introduzione dei dazi da parte dell'amministrazione americana. All'interno dell'esposizione complessivamente neutrale ai mercati emergenti, viene confermata la preferenza relativa per la Cina in considerazione dello sviluppo tecnologico in corso (come evidenziato dalla vicenda DeepSeek) e grazie alla migliore disposizione del governo nei confronti del settore privato.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



Il posizionamento obbligazionario mantiene un sovrappeso del rischio di credito di alta qualità a fronte di una neutralità verso la componente governativa ed i bond emergenti ed un sottopeso sull'high yield. A ridosso delle elezioni tedesche abbiamo ridotto l'esposizione alle parti lunghe della curva europea, per evitare la pressione derivante dagli sviluppi fiscali in Germania. La componente obbligazionaria dei portafogli è ora impostata con una duration prossima alla neutralità espressa principalmente attraverso la preferenza per il rischio di credito di alta qualità come il corporate investment grade e la subordinazione finanziaria. Questi comparti consentono l'esposizione a tratti intermedi della curva, dove è possibile ottenere un pick-up di rendimento e una maggiore stabilità rispetto ai segmenti più a lunga scadenza. 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: INCERTEZZA IN AUMENTO

Le *survey* delle imprese e soprattutto delle famiglie segnalano un **significativo deterioramento della fiducia** nel corso delle ultime settimane, probabilmente determinato dalle scelte della nuova Amministrazione in materia tariffaria e di riduzione della spesa federale. **I dati effettivi sull'economia per il momento si stanno però confermando abbastanza robusti, in primis** nel caso del mercato del lavoro, e abbiamo rivisto solo lievemente al ribasso le stime di crescita per l'anno in corso (ma con rischi non trascurabili di ulteriori revisioni). Come largamente atteso, nella riunione del 18-19 marzo la Fed ha lasciato invariati i tassi d'interesse, segnalando l'elevato livello di incertezza nell'attuale fase congiunturale. Il nostro scenario centrale continua a prospettare **altri due tagli dei tassi nel corso del 2025**, con il primo atteso in giugno.

AREA EURO: IL BAZOOKA FISCALE DELLA GERMANIA

Con una **svolta inattesa** dopo il risultato delle elezioni di febbraio, la **Germania** è riuscita ad approvare un **ingente pacchetto fiscale** tramite un accordo tra CDU, SPD e Verdi nel vecchio Parlamento: viene istituito un fondo per le infrastrutture (500 bn in 12 anni), i governi locali potranno aumentare l'indebitamento e le spese per la difesa in eccesso dell'1% del PIL potranno essere finanziate in deficit. La Germania torna quindi ad utilizzare in misura significativa la leva fiscale. Abbiamo **rivisto al rialzo la crescita del PIL dell'Area Euro** (+0.1% quest'anno, all'1.0%, e +0.3%, all'1.3%, per il 2026). Sullo scenario persistono i rischi al ribasso che potrebbero derivare dall'acuirsi della **guerra commerciale** con gli USA. L'inflazione è scesa al 2.3% a febbraio, la **BCE ha tagliato i tassi a marzo** al 2.5% e dovrebbe continuare a farlo anche ad aprile.

CINA: INIZIO D'ANNO POSITIVO MA L'INCERTEZZA RESTA ELEVATA

I **primi dati dell'anno relativi ai mesi di gennaio e febbraio sono stati incoraggianti**, grazie alle politiche di stimolo attuate dalle autorità, ma confermano anche che i vecchi problemi restano irrisolti. Le esportazioni, di cui però si ha solo il dato combinato di gennaio e febbraio, hanno rallentato probabilmente a causa degli aumenti delle tariffe a partire dal 4 febbraio mentre, dopo alcuni segnali di stabilizzazione alla fine del 2024, sia le vendite sia le costruzioni di case sono tornate a peggiorare nei primi due mesi dell'anno. Per il momento **confermiamo una crescita del PIL prossima al 7% nel primo trimestre** in linea con l'ultimo trimestre del 2024 e **del 4.6% nell'intero 2025** ma con la presenza di significativi rischi al ribasso per l'incertezza legata alle tariffe.

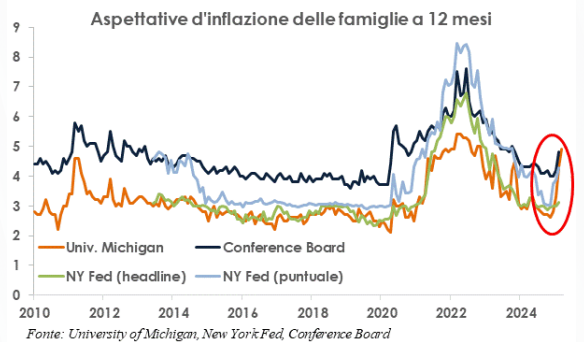
PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

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

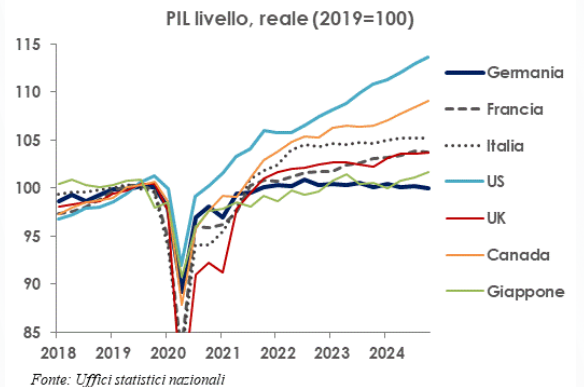
Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi. Tasso depo per BCE.

* Previsioni Fideuram Asset Management

Le aspettative d'inflazione a breve termine sono tornate ad aumentare



L'utilizzo della leva fiscale aiuterà la Germania ad uscire dalla stagnazione che la caratterizza da diversi anni



Peggioramento del tasso di disoccupazione nei primi due mesi dell'anno



MERCATI AZIONARI

In Europa riconosciamo segnali di miglioramento delle prospettive macroeconomiche innescate dalla svolta fiscale in Germania. Le valutazioni hanno già in parte riflesso questo contesto ed anche i profitti aziendali hanno mostrato segnali positivi. Abbiamo leggermente aumentato l'esposizione, ma non siamo troppo distanti dalla neutralità per via della possibile introduzione dei dazi ad inizio aprile da parte dell'amministrazione americana.

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. La riduzione dei differenziali tra i profitti delle grandi aziende tech e il resto del mercato ci fa posizionare anche a favore di un allargamento del mercato che riflettiamo nei portafogli con investimenti dedicati di tipo equally-weighted e value.

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.

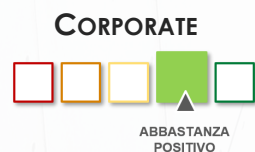
Nel complesso siamo neutrali nelle azioni emergenti per l'incertezza legata agli sviluppi di politica commerciale americana. All'interno del comparto emergente abbiamo però un sovrappeso nei confronti della Cina, non tanto per l'aspettativa di annunci di stimolo fiscale e di un percorso macroeconomico 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 una espansione delle valutazioni.



MERCATI OBBLIGAZIONARI



Abbiamo una posizione complessivamente neutrale verso l'esposizione governativa. A seguito dell'esito delle elezioni tedesche abbiamo ridotto l'esposizione alle parti a lunga della curva tedesca, in considerazione della volatilità generata dalle scelte fiscali in Germania. Il decennale americano sconta i segnali di iniziale rallentamento dell'economia e la riduzione del premio per il rischio fiscale. Gli attuali livelli si collocano all'interno del nostro 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.



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.

IL RITORNO DELLA VOLATILITÀ SUI MERCATI AZIONARI

Abbiamo utilizzato la recente discesa dei mercati per aumentare il moderato sovrappeso a livello di asset class nel suo complesso. A livello geografico i portafogli mantengono una preferenza verso gli Stati Uniti e, all'interno della complessiva neutralità verso i paesi emergenti, per il mercato cinese.

La recente dinamica dei mercati ha evidenziato un **indebolimento del cosiddetto "eccezionalismo americano"**, favorendo un ritorno di interesse verso altre aree geografiche come quella europea ed asiatica che nel frattempo hanno beneficiato di una fiducia crescente nelle rispettive politiche economiche e fiscali.

Negli Stati Uniti, al momento dell'elezione di Trump, i mercati avevano espresso una reazione iniziale positiva, basata sull'aspettativa di un programma economico in grado di stimolare la crescita attraverso due leve principali: da un lato una politica fiscale espansiva, dall'altro, un ampio piano di deregolamentazione volto a favorire una maggiore profittabilità aziendale, ma anche investimenti e produttività.

Questa prospettiva ha tuttavia visto una **frenata nella fase esecutiva iniziale del mandato**. La nuova amministrazione americana ha deciso di dare priorità ai capitoli meno "market friendly" della propria agenda. Queste iniziative sono **relative a misure protezionistiche e tariffarie**, interventi sul fronte dell'immigrazione e attività di contenimento della spesa pubblica legate al Dipartimento per l'Efficienza del Governo (DOGE).

Questa prima fase ha ridotto la fiducia del mercato, generando **timori sulla continuità del ciclo economico**, che evidenzia iniziali segnali di rallentamento, non tali tuttavia da indicare rischi recessivi immediati. Se, come è lecito attendersi, gli interventi dovessero entrare in agenda nei prossimi mesi, l'economia americana potrebbe ricevere un nuovo impulso positivo.

Nell'Eurozona, riconosciamo segnali di miglioramento delle prospettive macroeconomiche innescate dalla svolta fiscale in Germania. Le valutazioni hanno già in parte riflesso questo contesto ed anche i profitti aziendali hanno mostrato segnali positivi. Abbiamo leggermente aumentato l'esposizione, ma non siamo troppo distanti dalla neutralità per via della **possibile introduzione dei dazi ad inizio aprile** da parte dell'amministrazione americana.

Anche nel segmento emergente, l'esposizione è complessivamente neutrale, ma con un **sovrappeso relativo sulla Cina in considerazione dello sviluppo tecnologico in corso** (come evidenziato dalla vicenda DeepSeek) e grazie alla migliore disposizione del governo nei confronti del settore privato.

FOCUS SU INCERTEZZA SULLE TARIFFE USA E SPINTA FISCALE TEDESCA

Il posizionamento obbligazionario mantiene un sovrappeso **del rischio di credito di alta qualità a fronte di una neutralità verso la componente governativa ed i bond emergenti ed un sottopeso sull'high yield.**

A seguito dell'esito delle elezioni tedesche abbiamo ridotto l'esposizione alle parti lunghe della curva europea, per evitare la pressione derivante dagli sviluppi fiscali in Germania. La componente obbligazionaria dei portafogli è ora impostata con una duration prossima alla neutralità espressa principalmente attraverso la preferenza per il rischio di credito di alta qualità come il corporate investment grade e la subordinazione finanziaria. Nel complesso la componente obbligazionaria ha una duration più vicina alla neutralità.

Il principale **elemento di discontinuità è stata l'approvazione in Germania di un piano fiscale espansivo superiore alle attese**, non solo per la dimensione ma anche per la rapidità. Questa iniziativa, che ha modificato le aspettative di crescita dell'area euro, ha avuto anche un impatto diretto sulle curve governative.

Di conseguenza, i rendimenti dei titoli di Stato e in particolare del Bund tedesco, hanno registrato un rapido movimento di rialzo, **avvicinandosi alla soglia del 3%**. Questo movimento ha confermato la coerenza della scelta di ridurre in anticipo l'esposizione della parte a lunga della curva, proteggendo i portafogli da una dinamica di mercato più volatile del previsto.

Sul fronte americano, i **Treasury hanno già scontato un rallentamento dell'economia** e la riduzione del premio per il rischio fiscale alimentato dall'attesa di una riduzione della spesa fiscale. Gli **attuali 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.**

Manteniamo un sovrappeso sul credito di alta qualità, che garantisce una volatilità contenuta e un pick-up di rendimento interessante. L'esposizione è infatti concentrata su scadenze intermedie, evitando le parti più lunghe della curva, dove la volatilità risulta più elevata.

Il segmento high yield si caratterizza per una combinazione di rendimenti elevati in chiave storica e moderati incrementi dei default. Tuttavia, preferiamo utilizzare il budget di rischio sull'azionario, più direttamente correlato alla profittabilità aziendale.

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.fideuramispbsgr.it

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

