



# LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 04.2025

## SCENARIO MACROECONOMICO

Le tariffe annunciate dall'Amministrazione Trump il 2 aprile (ed effettive a partire dal 9 aprile) sono risultate molto più pesanti delle attese e hanno generato notevoli turbolenze sui mercati, legate al rischio di una pesante frenata dell'economia globale, che hanno indotto l'Amministrazione a decidere, poche ore dopo l'entrata in vigore delle tariffe "reciproche" di sospendere l'applicazione per 90 giorni, anche se va notato che la tariffa "universale" del 10% non è stata sospesa e i dazi nei confronti della Cina superano ora addirittura il 120%. Il livello d'incertezza rimane molto elevato e dovrebbe, in aggiunta all'impatto diretto delle tariffe, avere comunque un impatto negativo sulla crescita economica nel breve periodo (e al rialzo nel caso dell'inflazione USA). Confermiamo le nostre attese di ulteriori tagli da parte di Fed e BCE nei prossimi mesi.

## MERCATI AZIONARI



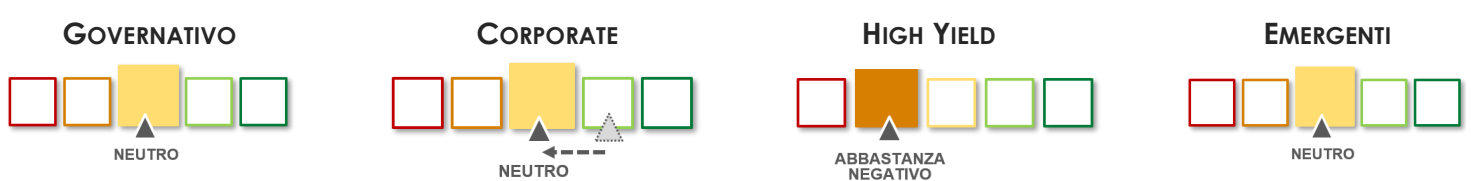
L'introduzione del nuovo impianto tariffario americano ha generato una correzione rapida e profonda dei mercati azionari globali. In questo contesto, il nostro posizionamento azionario iniziale tra il neutrale ed il leggero sovrappeso ci ha lasciato spazio per approfittare di questo violento movimento di ribasso degli indici per avviare un lento ma progressivo incremento dell'esposizione azionaria. Ritenevamo infatti che ci fossero degli spazi negoziali per alcuni paesi asiatici e prevedibili pressioni da parte dall'establishment capitalista USA e le ultime ore hanno visto una moratoria con tariffa universale al 10%, tranne che per la Cina. Rivolgiamo l'incremento dell'esposizione sia agli USA che all'Europa e, tra gli emergenti alla Cina, ma in generale senza significative differenze tra i mercati principali. USA e Cina sono economie dalle quali ci aspettiamo anche uno stimolo fiscale a mitigazione dell'impatto delle tariffe mentre l'Europa, che ha già annunciato in Germania una significativa espansione fiscale, ha valutazioni più basse rispetto agli USA. Dal punto di vista settoriale vediamo con maggiore favore la componente growth in USA (tecnologia inclusa) rispetto a quella più ciclica per via della maggiore visibilità degli utili, e il settore finanziario in Europa, ma non abbiamo scommesse settoriali troppo profonde in questa fase.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI



La componente obbligazionaria dei portafogli vede una duration sostanzialmente in linea con quella dei benchmark. Siamo neutrali nei titoli di stato dei quali riconosciamo le caratteristiche di diversificazione in questa fase di maggiore volatilità e potenziale supporto delle banche centrali in caso di debolezza ciclica. Abbiamo qualche dubbio in più sulla capacità dei bond governativi di effettiva protezione del rischio azionario in presenza di stimolo fiscale a mitigazione dell'effetto delle tariffe e preferiamo la componente europea, per la maggiore visibilità del comportamento della BCE, rispetto ai titoli USA. Per quanto nel credito confermiamo la preferenza per quello di maggiore qualità (corporate investment grade e subordinazione finanziaria) rispetto all'high yield e a quello emergente, abbiamo ridotto il peso del nostro investimento per finanziare il progressivo incremento azionario. Gli spread ancora relativamente bassi rendono il credito più lento in momenti di recupero dei mercati e/o meno difensivo in caso di ulteriore aumento dei rischi. Confermiamo la limitata esposizione ai segmenti più rischiosi del credito, in particolare nei confronti dell'high yield.



## USA: TARIFFE E CONFUSIONE PER TUTTI

Le tariffe annunciate dal Presidente Trump il 2 aprile sono risultate molto più pesanti delle attese, con un dazio "universale" del 10% e tariffe molto elevate nel caso dell'Asia. L'Amministrazione ha però dovuto sospendere l'applicazione delle tariffe "reciproche" solo poche ore dalla loro entrata in vigore (eccetto per la Cina). Nonostante la sospensione, **un impatto negativo sull'economia nel breve periodo appare probabile** e la situazione appare ancora fluida. L'inflazione, in particolare quella *core*, dovrebbe aumentare, interrompendo la fase di discesa verso l'obiettivo del 2% e l'impatto negativo sul reddito disponibile reale delle famiglie, unito all'effetto dell'incertezza, dovrebbe determinare una frenata dell'economia nel breve periodo. Nonostante l'aumento dell'inflazione, **confermiamo l'attesa di altri tagli della Fed nel corso dei prossimi mesi**

## AREA EURO: RITORNO AL PASSATO: LE TARIFFE AL COMMERCIO

L'amministrazione Trump ha deciso di imporre tariffe del 20% su tutte le importazioni dall'UE, poi riviste al 10% il 9 aprile, oltre a quelle del 25% già annunciate per le auto. **L'impatto negativo sulla crescita dovrebbe essere rilevante** e compensare nel breve periodo l'effetto positivo della svolta fiscale in Germania. La crescita del PIL dovrebbe risultare stagnante dal secondo trimestre fino a fine anno, con rischi al ribasso tuttora prevalenti a causa dell'incertezza, delle tariffe non ancora decise per il comparto farmaceutico e per i rischi sulla crescita mondiale. L'inflazione, in assenza di importanti misure ritorsive europee, è destinata a scendere ancora, per l'impatto dell'euro più forte e della riduzione della domanda interna e delle esportazioni. Ci aspettiamo che **la BCE prosegua a tagliare i tassi anche in aprile e giugno**.

## CINA: ESCALATION DELLA GUERRA COMMERCIALE

A partire dal 2 aprile si è assistito ad una *escalation* della guerra commerciale tra USA e Cina senza precedenti e che ha portato, per ora, ad un aumento complessivo delle tariffe su tutte le esportazioni della Cina verso gli USA al 145%. Diversamente dagli altri paesi, **la Cina ha infatti deciso di rispondere alle decisioni dell'Amministrazione USA** imponendo a sua volta dazi sulle importazioni dagli USA portando la tariffa media all'84%. Le decisioni dei due governi hanno superato le attese più estreme e **l'impatto negativo sulla crescita della Cina, sebbene molto difficile da quantificare con precisione, sarà sicuramente significativo** e solo in parte compensato dagli interventi di politica fiscale. I rischi sulle nostre attese sono decisamente al ribasso.

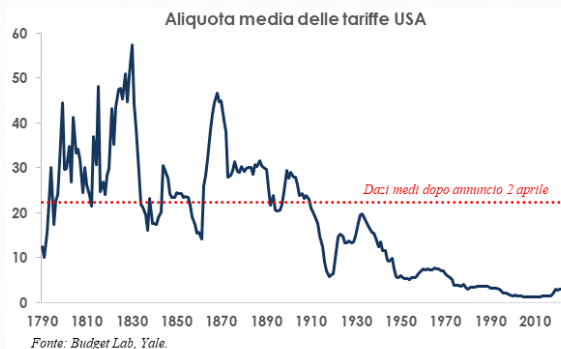
## PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

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

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

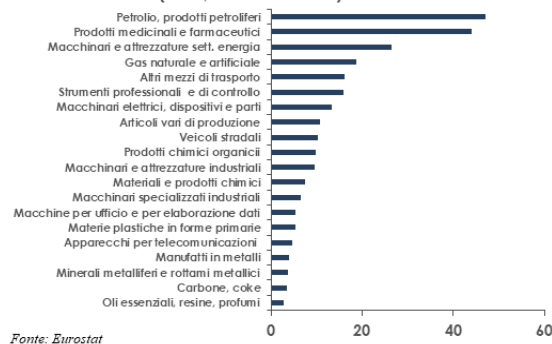
\* Previsioni Fideuram Asset Management

## La tariffa media sulle importazioni è tornata ai livelli di inizio 1900



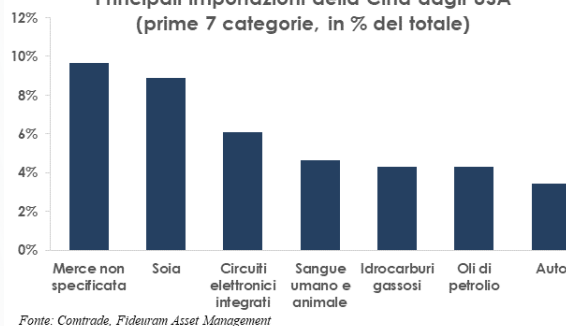
## La Commissione potrebbe decidere tariffe ritorsive sui beni che l'UE importa dagli Stati Uniti

### Principali beni importati in UE da USA (2024, miliardi di euro)



## La capacità della Cina di sostituire i beni importati dagli USA nel breve periodo risulta piuttosto limitata

### Principali importazioni della Cina dagli USA (prime 7 categorie, in % del totale)



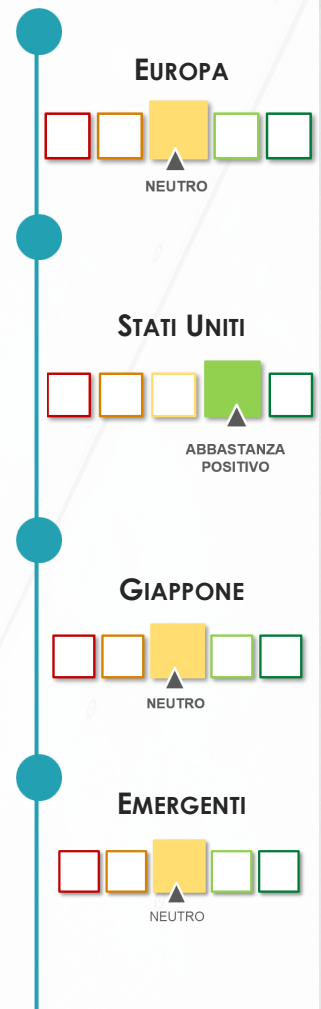
## MERCATI AZIONARI

L'impatto negativo delle tariffe diluisce quello positivo dello stimolo fiscale tedesco. Nonostante, le valutazioni del mercato europeo sono relativamente basse e, per quanto la crescita attesa degli utili non sia brillante, per alcuni settori / componenti di mercato è favorita dalla politica fiscale espansiva. Ci aspettiamo che la BCE prosegua nel percorso di ribasso dei tassi a maggior ragione con un quadro macro più sfidante per i temi legati al commercio internazionale. Continuiamo a vedere con favore il settore finanziario, anche dopo il recente ribasso.

La volatilità elevata e l'evoluzione del contesto tariffario rendono l'analisi delle valutazioni e degli utili più incerta, ma crediamo che poco sotto 5000 punti l'S&P sconti un azzeramento delle attese di crescita degli utili per l'anno in corso e sebbene il mercato non tratti a valutazioni da recessione, i multipli sono comunque più coerenti con un quadro macro più debole a causa delle tariffe. A livello settoriale l'evoluzione della situazione favorisce al margine le componenti growth (con inclusione della tecnologia) rispetto ai settori più ciclici e quindi una esposizione più vicina alla composizione dell'indice complessivo.

L'imposizione delle tariffe impatta negativamente anche il mercato giapponese, nonostante una evoluzione macro-domestica favorevole, e complica un po' il percorso di normalizzazione dei tassi di interesse da parte della BoJ. Rimaniamo neutrali perché le valutazioni del mercato sono relativamente basse e il movimento al ribasso è stato significativo. Di fondo rimane inoltre il miglioramento della redditività aziendale grazie al contributo della ristrutturazione dei bilanci, ma nel breve periodo la crescita dei profitti è meno tonica.

Nel complesso siamo neutrali nelle azioni emergenti per l'impatto della politica commerciale americana. Tassi di interesse al ribasso e dollaro non forte sono elementi di supporto ma l'effetto delle tariffe sul quadro macro e le valute locali limitano il nostro interesse per gli emergenti. All'interno di quest'area abbiamo però un sovrappeso nei confronti della Cina, dove pensiamo possa esserci una risposta fiscale a mitigazione degli effetti negativi della guerra commerciale e per un atteggiamento di maggiore supporto del governo nei confronti del settore privato, e in particolare della tecnologia.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### GOVERNATIVO



Siamo neutrali nei titoli di stato in quanto ne riconosciamo le caratteristiche di diversificazione in questa fase di maggiore volatilità e potenziale supporto delle banche centrali in caso di debolezza ciclica. Abbiamo qualche dubbio in più sulla capacità dei bond governativi di effettiva protezione del rischio azionario in presenza di stimolo fiscale a mitigazione dell'effetto delle tariffe e preferiamo la componente europea, per la maggiore visibilità del comportamento della BCE, rispetto ai titoli USA.

### CORPORATE



Riduciamo a neutrale il peso delle obbligazioni societarie per finanziare il percorso di graduale aumento dell'esposizione azionaria. Il mix di spread e duration rende l'asset class più lenta in una fase di recupero degli asset rischiosi. L'investment grade rimane la componente del credito societario che preferiamo, in particolare la componente europea grazie anche all'attività di stimolo fiscale annunciata dalla Germania. Manteniamo comunque l'aspettativa di un extra-rendimento di medio periodo rispetto ai titoli di stato.

### HIGH YIELD



La fase di volatilità e correzione dei mercati pesa anche sugli spread delle obbligazioni societarie di minore qualità. I tassi di default sono ancora relativamente contenuti, per quanto in aumento, ma l'accresciuta volatilità non è favorevole all'asset class, soprattutto in presenza di spread che non incorporano ancora appieno i maggiori rischi ciclici. Rimaniamo sottopesati preferendo una combinazione di credito corporate investment grade, subordinazione finanziaria e azioni.

### EMERGENTI



In generale, manteniamo 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 l'effetto delle tariffe sugli scambi commerciali. Al margine, anche il debito emergente viene ridotto per finanziare il graduale acquisto di azioni.

## MERCATI AZIONARI SOTTO L'EFFETTO DELLE TARIFFE

La modalità e la dimensione dell'impianto tariffario deciso dall'amministrazione Trump hanno portato ad una forte reazione dei mercati azionario che hanno corretto in modo violento. Sebbene **la volatilità di breve periodo sia prevedibilmente destinata a rimanere alta** e l'impatto macro potenzialmente severo, pensiamo che in prospettiva ci possano essere alcuni effetti di mitigazione. Tra questi avevamo individuato spazi negoziali per alcuni paesi asiatici e prevedibili pressioni da parte dall'establishment capitalista USA, elementi che riteniamo possano effettivamente avere impattato sull'ammorbidimento intervenuto nelle ultime ore e relativo ad una moratoria con tariffa universale al 10%, tranne che per la Cina.

L'impostazione macro di fondo che abbiamo **prevede un effetto negativo rilevante sulla crescita, ma non un contesto necessariamente recessivo** e per questo riteniamo opportuno usare la correzione per iniziare una fase di graduale aumento dell'investimento azionario. Se la volatilità di questi giorni e la velocità con la quale la discesa del mercato si è realizzata suggeriscono gradualità negli acquisti, la dimensione della correzione spinge per una continuità dell'incremento delle azioni, a maggior ragione se il mercato dovesse continuare a scendere. In termini di esposizione geografica rivolgiamo **l'incremento dell'esposizione azionari sia verso gli Stati Uniti, che verso l'Europa** che, tra gli emergenti, verso Cina.

Dal punto di vista settoriale non abbiamo scommesse troppo profonde in questa fase, ma l'evoluzione delle cose è al margine più favorevole per la componente growth in USA (tecnologia inclusa) rispetto a quella più ciclica, per via della maggiore visibilità degli utili.

In Europa, le valutazioni erano già relativamente basse prima della correzione e i recenti ribassi le hanno avvicinate a soglie coerenti con una fase di debolezza ciclica. **La crescita degli utili prevista per il 2025 è più contenuta rispetto agli USA**, ma il supporto monetario della BCE e il minore spazio per ulteriori contrazioni dei multipli rafforzano l'idea di un percorso di graduale accumulo.

**Manteniamo la neutralità sul Giappone**, dove l'interruzione del miglioramento sugli utili, le tensioni politiche domestiche e l'apprezzamento dello yen limitano la visibilità sul breve termine. Anche in questo caso, **eventuali spazi di negoziazione potrebbero riaprire scenari più costruttivi**, ma per ora prevale l'atteggiamento attendista.

**Sui mercati emergenti manteniamo la complessiva neutralità, ma rafforziamo la preferenza per la Cina.** Il paese mostra una minore esposizione diretta al mercato USA (fatturato estero limitato), maggiori margini per stimoli fiscali e un rinnovato supporto politico al settore privato e all'innovazione tecnologica. Al contrario, gli altri paesi asiatici, più vulnerabili alle catene globali e ai flussi di esportazione, mostrano prospettive più incerte.

## FOCUS SU INCERTEZZA SULLE TARIFFE USA E SPINTA FISCALE TEDESCA

La componente obbligazionaria dei portafogli vede una **duration sostanzialmente in linea con quella dei benchmark**, ma inferiore a quella recente per via della riduzione del peso del credito societario di maggiore qualità (corporate investment grade e subordinazione finanziaria) a neutrale.

Sebbene meno esposte della componente più speculativa alla volatilità, gli spread investment grade, soprattutto delle componenti più cicliche, ci appaiono ancora non riflettere i maggiori rischi congiunturali. Inoltre **la decorrelazione tra le due componenti (tasso base e spread)** che in fasi di normale volatilità riesce a stabilizzare il ritorno, **ci appare una soluzione meno efficiente rispetto alle “esposizioni pure” al rischio e alla duration nell’attuale scenario.**

Siamo neutrali sui titoli governativi, ma con una preferenza per quelli europei, dove l’azione della BCE nella direzione del ribasso dei tassi di interesse appare più leggibile.

Lo stimolo fiscale tedesco ci fa mantenere una certa cautela nei confronti dei tratti di curva a più lunga scadenza. **Ci attendiamo che gli spread periferici possano essere più volatili in questa fase più complessa per i mercati**, e non siamo sovrappeso in questa area, ma sulle parti a breve / medio termine continuano a rappresentare una buona fonte di carry.

**Negli Stati Uniti, i Treasury hanno evidenziato una notevole volatilità**, a causa di un contesto complicato da fattori politici e premi per il rischio. Di conseguenza, la funzione di protezione del Treasury risulta meno lineare. In generale, **sebbene il livello attuale dei tassi non sconti una recessione, tendiamo comunque ad evitare le scadenze troppo lunghe** anche per l’eventualità di uno stimolo fiscale a mitigazione dell’impatto delle tariffe.

In continuità con la precedente impostazione manteniamo un certo grado di cautela sulle componenti più volatili e di minore qualità del segmento obbligazionario.

**Restiamo sottopesati sull’high yield** ritenendo che, anche a seguito dei recenti allargamenti, gli spread non abbiano ancora incorporato appieno il mutato scenario di incremento della volatilità e dei rischi ciclici. Un altro elemento di cautela è rappresentato dalla liquidità dell’asset class, che la rende meno efficace in scenari controversi e polarizzati come quelli attuali, risultando più lenta nelle fasi di recupero e poco difensiva nelle fasi di rischio di tenuta ciclica.

Infine, sul **debito emergente**, gli annunci del 2 aprile lasciano forti incertezze sulle prospettive macroeconomiche, sia a livello domestico sia per l’importante partner commerciale USA. **Manteniamo la neutralità sull’asset class, ritenendo che l’aggregato nel complesso sia soggetto nel breve ancora a volatilità e dinamiche differenziate tra i diversi paesi**, sia nella componente in valuta locale che in quella in valuta forte e preferiamo utilizzare il credito per finanziare gradualmente acquisti nella componente azionaria, che presenta maggiore direzionalità nelle fasi di recupero

## 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**

