ANALISI CONGIUNTURALE

GIUGNO 2025

ASSET MANAGEMENT SERVICES

15, Rue de la Fontaine – 1204 GINEVRA

Sito web: www.asset-ms.ch

Tel: + 41 22 73 13 263

Situazione macroeconomica

UNA NUOVA DIFFIDENZA NEI CONFRONTI DEGLI STATI UNITI

L'avvio di una guerra commerciale contro il resto del mondo ridurrà certamente il deficit commerciale americano, ma a quale costo? Più inflazione negli Stati Uniti, una probabile riduzione dei consumi e un aumento del deficit di bilancio, conseguenza inevitabile e meccanica di un rallentamento dell'attività.

Per gli investitori, ci si chiede se la posizione degli Stati Uniti nei portafogli obbligazionari e azionari non debba diminuire. Sfiducia nel dollaro e sfiducia in un debito che non fa che peggiorare.

Il movimento che si sta iniziando nei confronti del principale mercato finanziario mondiale potrebbe causare grandi movimenti nei mercati?

L'EUROPA TRARRÀ VANTAGGIO DAL DEL PIANO DI RIPRESA TEDESCO?

La Germania tornerà senza dubbio a essere la locomotiva dell'economia europea con i suoi molteplici piani di ripresa, in particolare nel settore della difesa, e la sua decisione di aumentare il disavanzo pubblico al 4-4,5%. Queste decisioni, avviate dal nuovo cancelliere Friedrich Merz, avranno molto probabilmente un effetto molto positivo sull'economia tedesca nei prossimi 3 o 4 anni, ma anche su altre economie europee.

La portata di questo piano per lo sviluppo delle infrastrutture e dell'industria della difesa è senza precedenti: rappresenta 500 miliardi di euro in un periodo di 10 anni.

STATI UNITI: AUMENTO DEL RISCHIO DI RECESSIONE?

Crescita mondiale del PIL

	2024	2025	2026	2027
Mondo	**3,3%**	**2,6%**	**2,8%**	**3,0%**
USA	2,8%	1,8%	1,5%	2,1%
Zona euro	0,9%	0,8%	1,2%	1,4%
Regno Unito	1,1%	0,9%	1,2%	1,5%
Cina	**5,0%**	**4,2%**	**4,2%**	**4,1%**
India	**9,2%**	**6,3%**	**6,3%**	**6,5%**

Fonte: Bloomberg / consenso

Prospettive di inflazione

	2024	2025	2026	2027
Mondo	5,7%	3,9%	3,5%	3,2%
USA	3,0%	3,2%	2,8%	2,4%
Zona euro	2,4%	2,1%	1,9%	2,0%
Regno Unito	2,5%	3,1%	2,3%	2,0%
Cina	0,2%	0,4%	1,0%	1,5%

Fonte: Bloomberg / consenso

I MERCATI EMERGENTI TORNANO A ESSERE FAVORITI DAGLI INVESTITORI

La Cina e l'India saranno, a nostro avviso, i beneficiari di questa politica protezionistica americana. La Cina ha già un ruolo di primo piano nei settori della tecnologia e delle energie rinnovabili e l'India dovrebbe beneficiare della delocalizzazione delle aziende americane sul suo territorio. Si tratta infatti di un paese che sta vivendo una forte crescita economica (dal 5% al 6%) e ha una forza lavoro altamente qualificata. Infine, per gli americani, a differenza della Cina, l'India è considerata un paese "amico".

Mercati obbligazionari

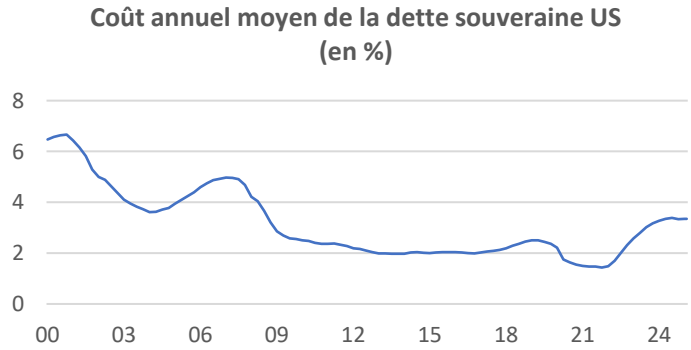
DECLASSATO IL RATING DEGLI STATI UNITI

Venerdì 16 maggio, Moody's ha declassato il rating del debito degli Stati Uniti ad Aa1. Il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe aumentare bruscamente nei prossimi cinque anni, passando dal 98% al 125%, e il disavanzo pubblico potrebbe anche salire dal 6,4% a quasi il 9% nel 2035, secondo Moody's.

La domanda che gli investitori e le agenzie di rating si pongono è la seguente: questo forte aumento del debito è sostenibile? **Nel 2024 l'onere degli interessi sul debito pubblico degli Stati Uniti è stato di 880 miliardi di dollari**; Tuttavia, la maggior parte del debito pubblico è stato emesso quando i tassi erano ancora bassi: oggi i tassi sovrani statunitensi a 10 anni sono superiori al 4,5% e i tassi a 30 anni hanno superato il 5%. La conclusione è che l'onere del debito può solo aumentare negli anni a venire.

Gli Stati Uniti non avranno difficoltà a sopportare questo forte aumento dell'onere del debito se l'economia continuerà la sua traiettoria di crescita. Il team di Scott Bessent, segretario di Stato per il Tesoro, ritiene che gli sforzi per deregolamentare l'economia dovrebbero avere rapidamente un effetto sulla crescita, che potrebbe superare il 3% nei prossimi tre anni. Essi ritengono che anche la riduzione della spesa pubblica dovrebbe produrre rapidamente i suoi effetti.

Nel mercato dei titoli di Stato statunitensi, tuttavia, la domanda da parte degli investitori "non americani" tende a erodersi dal 70% a meno del 60% nell'ultima asta. Le tensioni geopolitiche limiteranno anche gli acquisti esteri di titoli statunitensi (Cina – India – Russia) in futuro. Ma **il mercato dei Treasury statunitensi rimarrà il mercato obbligazionario più liquido ed importante per volumi per i prossimi anni**.



PREOCCUPAZIONE PER L'INFLAZIONE

Negli ultimi mesi, il mercato ha ritenuto che il calo dei tassi di interesse fosse inevitabile, come conseguenza del calo della crescita nelle economie sviluppate che avrebbe naturalmente portato a un taglio dei tassi delle banche centrali.

Tuttavia, negli ultimi mesi sia i tassi a lungo termine statunitensi che quelli giapponesi hanno subito scossoni.

Gli investitori obbligazionari sono infatti molto attenti ai rischi di inflazione che possono derivare da:

- Tensioni commerciali - l'attuazione di tariffe elevate da parte degli Stati Uniti e misure di ritorsione da parte dei partner commerciali
- Strozzature nelle materie prime
- Restrizioni alle esportazioni di tecnologia

Allo stesso tempo, abbiamo assistito **a una riduzione delle dimensioni dei bilanci delle banche centrali in tutto il mondo**; i banchieri centrali sono meno inclini a sostenere i mercati obbligazionari con i loro acquisti di obbligazioni.

RIFINANZIAMENTO DEL DEBITO PUBBLICO

Vanno evidenziati tre importanti sviluppi:

- Le banche centrali stanno riducendo i loro portafogli di obbligazioni sovrane, il che cambia drasticamente la tipologia degli acquirenti: gli investitori in debito sovrano sono più sensibili ai prezzi.
- L'indebitamento sovrano "lordo" dell'OCSE è aumentato da 12,100 miliardi di dollari nel 2022 a 14,100 miliardi di dollari nel 2023 e a 15,800 miliardi di dollari nel 2024.
- Il costo dei nuovi prestiti nell'area dell'OCSE è passato dall'1% nel 2021 al 4% nel 2023

Va tuttavia osservato che il rapporto debito/PIL è rimasto relativamente stabile, in quanto gli aumenti dei prestiti sono stati compensati dall'impatto dell'inflazione sul PIL nominale.

Mercati azionari

L'AVVERTIMENTO DELLA BCE

La BCE, nel suo rapporto semestrale sulla stabilità finanziaria pubblicato il 21 maggio, ha sottolineato che i mercati azionari e obbligazionari sembrano non essere sincronizzati alla luce del contesto di incertezza geopolitica e commerciale.
La BCE avverte che gli investitori potrebbero sottovalutare il rischio che l'economia vada peggio del previsto, che le tensioni commerciali si intensifichino e che l'allentamento della politica monetaria non si concretizzi.

PREZZI DEL PETROLIO IN CALO

Negli ultimi anni, la **domanda di petrolio** è stata più debole a causa del rallentamento della crescita cinese, che rappresenta il principale mercato di importazione. La transizione energetica avviata in Cina ha pesato sulla domanda.

Dal lato **dell'offerta di petrolio**, i paesi produttori continuano ad aumentare la loro produzione, in particolare gli Stati Uniti con il gas di scisto. Anche il Brasile e il Canada stanno aumentando la loro produzione, portando a un aumento dell'offerta complessiva.

Tagliando la produzione nel tentativo di mantenere i prezzi a un livello soddisfacente, i paesi dell'OPEC hanno perso quote di mercato significative. Sembra che ora vogliano cambiare questa strategia perdente aumentando i volumi al fine di finanziare una transizione necessaria delle loro economie per renderle meno dipendenti dal petrolio.

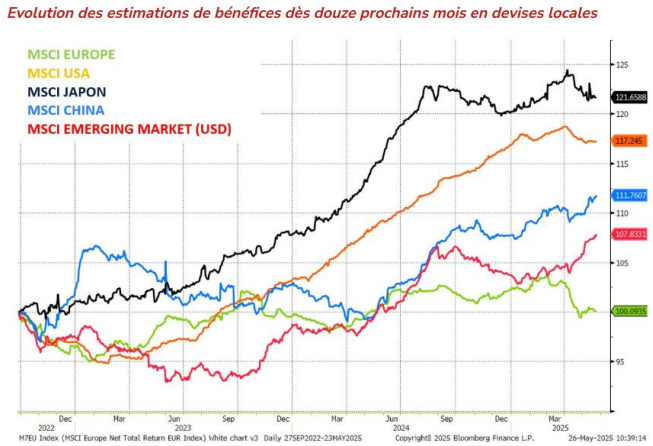
In questo contesto, i prezzi del petrolio dovrebbero continuare a seguire una tendenza al ribasso, salvo gravi incidenti geopolitici.

IL RITORNO DELL'EUROPA AL FAVORE CON GLI INVESTITORI?

A breve termine, il contesto monetario è a favore dell'Europa; l'inflazione è più bassa che negli Stati Uniti, il che ha permesso alla BCE di abbassare i tassi al 2,25% con tre tagli dei tassi dall'inizio dell'anno.

Le dinamiche economie dei paesi del sud – Italia – Spagna – Grecia e il massiccio sforzo fiscale deciso dalla Germania hanno incoraggiato gli investitori a tornare sul mercato azionario europeo.

Tuttavia, dobbiamo sottolineare che il 2025 non dovrebbe essere un buon anno in termini di crescita degli utili per le società europee, come mostrato nel grafico sottostante.



Il rischio maggiore per le società europee e i mercati azionari europei rimane la politica commerciale aggressiva dell'amministrazione statunitense. Anche se una tariffa del 50% sui prodotti dell'eurozona sembra improbabile alla fine dei negoziati, una tassa del 10% come quella applicata nel Regno Unito dovrebbe portare a revisioni al ribasso per i rispettivi beneficiari. Questo elemento spiega in gran parte la cautela dei leader aziendali riguardo alle loro previsioni.

Mercati azionari *(continua)*

IL POTENZIALE DELLA CINA È STATO RIVALUTATO?

Gli investitori hanno una percezione diversa **delle potenzialità del settore tecnologico cinese** sin dalla rivelazione di DeepSeek, un'azienda produttrice di AI paragonabile a quella di ChatGPT e soprattutto a un costo inferiore.

Nel settore della transizione energetica, il sistema di ricarica rapida di BYD per le sue auto elettriche riflette gli sforzi molto significativi della Cina in ricerca e sviluppo.

Infine, la Cina ha deciso di allentare la sua politica fiscale con l'obiettivo di un disavanzo del 5% per il 2025 rispetto al 4% del 2024. Anche la politica monetaria è in fase di allentamento; abbassando i tassi repo della PBC e riducendo il coefficiente di riserva obbligatoria per le banche. L'inflazione in Cina è inesistente, il che significa che la PBC ha un margine significativo per tagliare ulteriormente i suoi tassi di riferimento.

La valutazione del "mercato azionario" cinese è inferiore alla media storica con un rapporto P/E di 10,7X.

Nella riallocazione dei portafogli dei grandi investitori internazionali, il mercato cinese, così come il mercato indiano, dovrebbero essere i grandi vincitori.

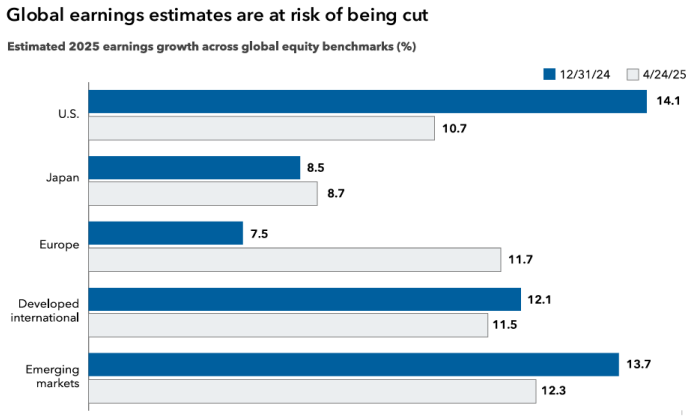
GLI INVESTITORI RIDURRANNO LA LORO ESPOSIZIONE ALLE AZIONI STATUNITENSI?

Gli investitori dovranno ora integrare tariffe più elevate nel commercio internazionale. La domanda di spedizioni è diminuita notevolmente durante il mese di aprile.

Nel 1° trimestre del 2025, i risultati delle aziende statunitensi sono stati buoni, con maggiori profitti e vendite più elevate (+4,1% su base annua). Ma molte aziende si sono rifiutate di pubblicare le proiezioni degli utili a causa dell'incertezza sulla politica dei prezzi di Trump.

Per l'anno 2025, il consenso sugli utili dell'S&P 500 è stato rivisto al ribasso del 3% negli ultimi quattro mesi. Le stime di crescita degli utili sono attualmente al 10,7% per il 2025.

L'economia statunitense rimane la più grande economia e il suo mercato finanziario più profondo e più liquido; Riteniamo che alcuni investitori diversificheranno, ma non crediamo in un cambiamento importante.



Sources: Capital Group, FactSet, MSCI, S&P Global. Estimated annual earnings growth is represented by the mean consensus earnings per share estimates for the years ending December 2024 and December 2025, across the S&P 500 Index (US), the MSCI Japan Index (Japan), the MSCI Europe Index (Europe), the MSCI EAFE Index (developed international) and the MSCI EM Index (emerging markets). Estimates are as of 24 April 2025.

AMS
ASSET MANAGEMENT SERVICES

Performance del mercato azionario dall'inizio del 2025	
Azioni Stati Uniti	
S&P 500	-5,31%
Dow Jones	-4,41%
Nasdaq Comp.	-9,65%
Azioni europee	
Eurostoxx 50	5,40%
Stoxx 600	3,97%
Azioni europee per paese	
DAX	13,00%
CAC 40	2,89%
FTSE 100	1,20%
IBEX 35	16,60%
MIB	10,00%
SMI	4,85%
Azioni asiatiche	
NIKKEI 225	-9,65%
Composito di Shanghai	0,98%

Performance dell'indice obbligazionario dall'inizio del 2025	
Aziende statunitensi	2,27 %
Aziende europee	1,08%
High yield statunitense	0,98%
High yield europeo	0,63%
Aggregato EM $	2,29%
Obbligazioni convertibili $	0,17%

Dati al 31 maggio 2025

Rendimento dei titoli di Stato					
Motto	**Paese**	**2 anni**	**5 anni**	**7 anni**	**10 anni**
Dollari USA	USA	3,60%	3,72%	3,92%	4,15%
Euro	Germania	1,68%	1,98%	2,16%	2,44%
	Portogallo	1,74%	2,23%	2,57%	3,00%
	Spagna	1,88%	2,35%	2,60%	3,11%
	Francia	1,84%	2,39%	2,77%	3,17%
	Italia	1,98%	2,71%	3,04%	3,56%
Sterlina	Regno Unito	3,79%	3,91%	4,06%	4,43%

PMI							
		Marzo	Aprile			Marzo	Aprile
Francia	*Manuf.*	48,5	48,2	**USA**	*Manuf.*	50,2	50,7
	Servizi	47,9	46,2		*Servizi*	54,4	51,4
	Composito	48,0	47,3		*Composito*	53,5	51,2
Germania	*Manuf.*	48,3	48,0	**Cina**	*Manuf.*	51,2	50,4
	Servizi	50,9	48,8		*Servizi*	51,9	
	Composito	51,3	49,7		*Composito*	51,8	
Zona euro	*Manuf.*	48,6	48,7				
	Servizi	51,0	49,7				
	Composito	50,9	50,1				

	Inflazione complessiva		Inflazione di fondo
	Su base annua continuativa		*Su base annua continuativa*
USA	2,4	**Francia**	0,8
Cina	-0,1	**Germania**	2,2
Zona euro	2,2	**Zona euro**	2,4
Germania	2,1	**USA**	2,8
Francia	0,8	**Cina**	0,8

ASSET MANAGEMENT SERVICES

IN CONCLUSIONE

Negli Stati Uniti, i **mercati azionari sono stati sostenuti dai dati sull'occupazione e dai risultati societari.**

Sul fronte obbligazionario, il bilancio degli Stati Uniti ha creato pressioni sui tassi a lungo termine, superiori al 4,50% per l'obbligazione a 10 anni e superiori al 5% per l'obbligazione a 30 anni. Inoltre, i ritardi di pagamento sulle carte di credito sono in aumento, così come sui prestiti auto. L'unico elemento di conforto è che la disoccupazione rimane stabile a un livello basso (4,2%), la creazione di posti di lavoro ad aprile si attesta a 177.000 e i salari sono in aumento. La deriva fiscale ha avuto un impatto sui mercati obbligazionari, ma l'impatto sui mercati azionari rimane per il momento limitato.

I sondaggi PMI di maggio non sono buoni e preannunciano una crescita più debole dell'economia statunitense durante la seconda metà dell'anno.

Durante questo periodo di negoziati sui dazi, i mercati rimarranno volatili e **al termine di questi negoziati, l'impatto sull'economia globale sarà negativo**, indipendentemente dall'esito finale.

SINTESI DELLA STRATEGIA D'INVESTIMENTO

Continuiamo a privilegiare la parte obbligazionaria per i nostri portafogli. A causa delle incertezze sullo sviluppo economico, che si riflettono nella cautela delle aziende nelle loro previsioni sugli utili, rimaniamo su scadenze medie di 5 anni – 6 anni.

Privilegiamo le obbligazioni emesse da società e in particolare da società del settore bancario. In Europa, la situazione finanziaria delle banche è attentamente monitorata dalle autorità di regolamentazione, i bilanci delle banche sono solidi e le prospettive commerciali sono buone, soprattutto per le banche al dettaglio. Ad esempio, spesso abbiamo il 50% delle obbligazioni del settore bancario nei nostri portafogli di obbligazioni societarie.

Per quanto riguarda la parte azionaria **, siamo sovrappesati sulle azioni asiatiche** con valutazioni più basse; le economie del sud-est asiatico potrebbero beneficiare maggiormente delle misure di stimolo avviate dalla Cina.

Redatto il 31 maggio 2025

ASSET MANAGEMENT SERVICES

Informazioni importanti

Il presente documento non ha valore precontrattuale o contrattuale, viene consegnato al suo destinatario a scopo informativo,

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite solo a scopo informativo e non costituiscono una garanzia di prestazione,

Il presente documento è stato redatto dai team di AMS – Asset Management Services sulla base di informazioni provenienti da fonti pubbliche,

Le analisi contenute nel presente documento non devono essere interpretate come raccomandazioni di investimento da parte di AMS.

Glossario

- *L'indice dei prezzi al consumo **"CPI"** misura la variazione media dei prezzi dei prodotti consumati dalle famiglie,*
- *L'indice dei prezzi al consumo di base **(PCE)** misura la variazione dei prezzi dei beni e dei servizi acquistati dai privati, esclusi i prodotti alimentari ed energetici.*
- ***Il "PMI"** è l'acronimo di "Purchasing Manager's Index"; è un'indagine effettuata tra i responsabili degli acquisti delle grandi aziende che permette di valutare meglio la situazione economica di un settore di attività.*
- *Le obbligazioni investment grade si riferiscono a titoli obbligazionari emessi da società il cui rischio di insolvenza è considerato da molto basso (AAA) a moderato (BBB-) secondo il rating di Standard & Poor's, ad esempio,*
- *Le obbligazioni high yield sono obbligazioni emesse da società con un rischio di insolvenza più elevato rispetto alle obbligazioni investment grade; in cambio, offrono generalmente una cedola più elevata agli investitori.*
- *La duration è la vita media di un'obbligazione scontata su tutti i flussi (pagamenti di interessi e rimborsi di capitale)*
- *Lo **"spread"** si riferisce alla differenza tra il tasso di rendimento attuariale di un'obbligazione e quello di un prestito privo di rischio della stessa scadenza; lo spread per il debito francese è, ad esempio, la differenza di redditività tra l'OAT francese e il Bund tedesco alla stessa scadenza; per un'azienda, lo "spread" misura la differenza dei tassi di interesse con quello del debito sovrano del suo paese di origine.*