

critto il 3 giugno 2025

PANORAMICA DEL MERCATO GIUGNO 2025

Di Dominique Marchese, Responsabile Azioni e Gestore Fondi

LA GUERRA COMMERCIALE È UN CASO CHIUSO?

Il caos di aprile ha lasciato il posto a una maggiore calma nei principali centri finanziari mondiali. I mercati azionari hanno registrato un forte rimbalzo dopo l'ormai famoso "Giorno della Liberazione" del 2 aprile (la presentazione teatrale dei dazi reciproci da parte di Donald Trump); il principale indice globale, in rialzo del 5% dal 1° gennaio (in dollari, ma in calo del 4% in euro), è vicino ai massimi dell'anno. Nonostante le preoccupazioni sulla traiettoria del deficit di bilancio federale, le tensioni sui mercati obbligazionari statunitensi si sono allentate: il rendimento dei titoli del Tesoro decennali (4,40%) è inferiore al livello di inizio anno. Mentre la legalità della politica tariffaria della Casa Bianca viene contestata in tribunale, gli investitori continuano a sperare che i negoziati tra gli Stati Uniti e i suoi partner commerciali portino ad accordi le cui conseguenze potenzialmente negative per l'economia globale rimangano limitate.

GLI INVESTITORI SONO IN STATO DI NEGAZIONE?

Non possiamo che accogliere con favore il forte rimbalzo degli indici azionari e il ritorno alla calma dopo la tempesta di aprile, un rimbalzo aiutato in parte da una stagione di buone pubblicazioni degli utili aziendali trimestrali, in particolare negli Stati Uniti (margini di profitto ancora vicini ai massimi), un punto chiave per giustificare multipli di valutazione che rimangono storicamente elevati. Anche se le incertezze tariffarie rimarranno elevate da qui al 9 luglio, data di fine della sospensione dei dazi reciproci, e mentre le dichiarazioni quasi quotidiane di Donald Trump non contribuiscono a definire con precisione un probabile scenario macroeconomico per i prossimi mesi, gli investitori hanno deciso di mantenere la calma. I fondamentali dell'economia americana non mostrano convincenti segnali di indebolimento. I gestori di fondi di investimento internazionali sono quindi esitanti a "scommettere" contro questa economia e soprattutto contro la Borsa di New York e le sue stelle, soprattutto nel contesto della rivoluzione tecnologica dell'intelligenza artificiale (IA). Al massimo, stiamo osservando l'inizio di una riallocazione degli asset finanziari a favore delle azioni internazionali. Gli asset europei relativamente economici stanno beneficiando del piano di stimolo tedesco (circa 1.000 miliardi di euro stanziati nei prossimi dieci anni) guidato dalla nuova coalizione di governo, che rompe con l'immobilismo degli anni Merkel. Insolitamente negli ultimi anni, le azioni europee, in rialzo di circa l'8% dall'inizio dell'anno, stanno sovraperformando significativamente gli indici statunitensi. Notiamo, di sfuggita, il ritorno a migliori fortune delle piccole capitalizzazioni di mercato, penalizzate per troppo tempo dal disinteresse degli investitori per questa classe di attività, considerata illiquida – un argomento che potrebbe far sorridere di fronte all'entusiasmo per il *private equity* azionario, e troppo esposti all'economia europea. L'eccessiva regolamentazione da parte dell'UE

non ha aiutato; la scomparsa di molti broker specializzati in titoli a piccola capitalizzazione ne è una prova. Anche i mercati emergenti a bassa capitalizzazione (soprattutto in Asia, esclusa l'India) stanno attraendo capitali in cerca di una migliore diversificazione geografica: gli Stati Uniti rappresentano quasi il 65-70% dei principali indici mondiali.

Un osservatore esterno potrebbe descrivere il rifiuto degli investitori di riconoscere la volontà dell'amministrazione Trump di mettere seriamente in discussione lo sviluppo degli ultimi decenni degli Stati Uniti come una forma di superba negazione, con il rischio di indebolire i fondamentali di un'economia finora fiorente nel breve termine. Eppure la guerra commerciale sta colpendo duramente il consumatore americano, pilastro della crescita economica del Paese. Mentre è sempre più probabile che le entrate derivanti dai dazi non siano sufficienti a finanziare la nuova generosità fiscale in termini di tagli fiscali, i deficit pubblici alimentano i timori sul debito federale – preoccupazioni indubbiamente eccessive, dato che la Federal Reserve, prestatore di ultima istanza, è sempre pronta ad agire in caso di crisi finanziaria. In questo contesto ansiogeno, sarebbe logico che gli investitori rivedessero al rialzo il premio al rischio richiesto sugli asset americani (aumento dei tassi di interesse reali sui titoli del Tesoro per compensare il rischio di cambio e il deterioramento delle finanze pubbliche, riduzione dei multipli di valutazione delle azioni americane per tornare, ad esempio, alla media degli ultimi dieci anni, ovvero 18,5 volte i risultati attesi a dodici mesi rispetto ai 21 di oggi). Non è questo che stiamo vedendo. Certo, il dollaro si è indebolito e l'oro continua a salire, ma quello che di solito viene definito l'eccezionalità dell'economia americana non viene seriamente messo in discussione. Gli investitori internazionali non hanno indubbiamente alternative serie

agli asset denominati in dollari e tengono presente la formidabile sovraperformance della Borsa di New York negli ultimi quindici anni, che possiamo definire un effetto inerziale. Gli asset emergenti soffrono regolarmente di problemi di governance pubblica e l'UE deve confermare il suo recente risveglio, innescato dalla brutalità di Donald Trump nei suoi confronti sin dal suo arrivo alla Casa Bianca (prosecuzione degli sforzi di semplificazione avviati con le direttive

Omnibus, impatto reale delle raccomandazioni del rapporto di Mario Draghi sulla competitività a livello di politiche pubbliche). **Lo sconto delle azioni globali rispetto agli Stati Uniti può essere assorbito solo se la dinamica degli utili relativi diventa più favorevole. Questa ipotesi è forse più credibile oggi, soprattutto in Europa a partire dal prossimo anno (primi effetti tangibili del piano di ripresa tedesco).**

I MERCATI AZIONARI BENEFICIANO DELLA STAGIONE DEGLI UTILI; IL RITORNO DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE (IA)

risultati del primo trimestre, dobbiamo riconoscere che la performance delle aziende americane è molto buona. La crescita degli utili trimestrali su base annua ha superato il 13% per l'indice principale, una performance ben al di sopra del consensus (+7% previsto a fine marzo) e che non si basa solo sui "Magnifici Sette" i cui risultati sono comunque in crescita del 28%, un ritmo che supera di gran lunga il 16% previsto dalla comunità degli analisti prima dell'inizio dei comunicati. I leader tecnologici americani (in particolare Microsoft, Meta e Alphabet) hanno quindi fatto più che semplicemente rassicurare, e confermano la loro superiorità sul resto del mondo, anche se la vicenda DeepSeek (nuovo player cinese nell'IA generativa i cui prodotti non hanno nulla da invidiare ai grandi modelli di linguaggio americani come ChatGPT) e gli annunci di Pechino nel segmento dei semiconduttori destinati all'IA generativa (recenti comunicati stampa del colosso Huawei) hanno dimostrato che la corsa alla leadership tecnologica è solo all'inizio.

Possiamo anche notare che i temi di investimento legati all'IA e più in generale alle tecnologie digitali sono stati sospesi dallo scoppio della guerra commerciale e dai primi timori di una bolla di investimenti pronta a scoppiare, preoccupazioni che per il momento non hanno trovato echi convincenti nelle pubblicazioni dei piani di investimento degli *hyperscaler* (*cloud leader*) e degli altri attori dell'IA. Le spese in conto capitale in IA generativa per l'anno in corso sono addirittura superiori alle previsioni di inizio anno. Tuttavia, non possiamo sopravvalutare l'importanza che riteniamo della rapida implementazione su larga scala di tecnologie in grado di incrementare l'aumento della produttività e di conseguenza il potenziale di crescita dell'economia. Sottolineiamo da tempo questo punto cruciale: le valutazioni estese dei mercati azionari possono essere giustificate solo partendo dal presupposto che i margini di profitto rimangano elevati e che la crescita degli utili rimanga solida, prossima al 10% annuo. Le incertezze legate alla politica tariffaria della Casa Bianca, tuttavia,

stanno indebolendo le prospettive di crescita economica a breve termine e, quindi, di crescita degli utili aziendali. Le aziende stanno rallentando o rinviando i loro progetti di sviluppo e le nuove assunzioni, mentre le famiglie tendono a moderare i consumi a favore del risparmio. Anche se Donald Trump si attiene a una tariffa media intorno al 12-13%, ovvero circa quattro-cinque volte il livello medio del precedente mandato di Joe Biden, che è abbastanza vicino al consenso, l'impatto sulla crescita economica statunitense e di conseguenza sui risultati aziendali non sarà affatto marginale (circa lo 0,5% del prodotto interno lordo). Le politiche di deregolamentazione (in particolare nei settori bancario ed energetico) e le promesse di tagli fiscali potrebbero rivelarsi insufficienti a ripristinare la fiducia degli agenti economici. Secondo gli economisti del gruppo ODDO BHF, lo scenario di tariffe medie al 15%, combinato con la forte contrazione dell'immigrazione di manodopera già osservata e che ha svolto un ruolo chiave nel dinamismo del Paese nel recente passato, rappresenterebbe uno shock dell'1% al prodotto interno lordo (PIL) su un orizzonte di due anni! Il contributo dell'IA e, più in generale, della digitalizzazione delle attività economiche è quindi fondamentale per ridare slancio alle imprese. **Da questa prospettiva, se da un lato non si possono trascurare le problematiche ambientali e sociali, ovvero le esternalità negative, dall'altro l'eventuale incapacità dell'IA (non solo quella generativa) di incrementare significativamente la produttività aziendale rappresenterebbe senza dubbio uno scenario ben più preoccupante per i mercati finanziari rispetto alle sole tensioni commerciali.** Negli Stati Uniti, la crescita degli utili prevista dal consenso per l'esercizio finanziario 2025 (+9%) e la valutazione a dir poco impegnativa dei titoli tecnologici riflettono perfettamente l'ottimismo degli investitori su questo tema. I margini di sicurezza sono quindi esigui, ma in questa fase rimaniamo convinti che la rivoluzione dell'IA sia solo agli inizi e che, in ultima analisi, costituirà un potente motore di miglioramento della crescita potenziale dell'economia.

CONCLUSIONE

Solo un'allocazione patrimoniale ben bilanciata può affrontare con sicurezza questo periodo di incertezza, che, nonostante la calma osservata, è tutt'altro che concluso. La recente decisione della Corte Suprema del Commercio Internazionale degli Stati Uniti, che mette in discussione la legalità dei dazi doganali generali (inclusi i dazi reciproci e la tariffa minima del 10%) introdotti da Donald Trump, sembra rimescolare seriamente le carte in tavola. Se la Corte Suprema dovesse infine confermare questa decisione, che riguarda le

prerogative costituzionali del Presidente e del Congresso in materia di commercio internazionale, Donald Trump avrebbe comunque la libertà di applicare dazi più mirati per settore di attività (ad esempio, nell'industria automobilistica, siderurgica o dei semiconduttori). Va notato che i dazi imposti alla Cina non sembrano essere minacciati dalla legislazione sui partner commerciali ritenuta "ingiusta". La questione è quindi tutt'altro che conclusa.



DISCLAIMER

Il contenuto sopra riportato è stato prodotto e distribuito da Pure Capital SA. È fornito esclusivamente a scopo informativo e ha lo scopo di presentare le attività di gestione di Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital"), nonché di fornire informazioni sulle sue strategie di investimento. Le informazioni o i dati (inclusi testi e foto) contenuti nel presente documento sono protetti da copyright e qualsiasi riproduzione o distribuzione a terzi, totale o parziale, degli stessi senza la previa autorizzazione di Pure Capital è vietata.

Pure Capital si riserva il diritto di modificare o variare i dati contenuti nel presente documento in qualsiasi momento e senza preavviso.

Il presente documento non deve essere interpretato come un'offerta di acquisto/vendita di alcuno strumento finanziario, né come una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di alcuno strumento finanziario o di investimento. Tutte le informazioni qui pubblicate sono fornite esclusivamente a scopo informativo e non costituiscono consulenza in materia di investimenti. Tuttavia, non si garantisce la loro accuratezza o completezza. Le presenti informazioni non sono state redatte in conformità con i requisiti di legge che promuovono l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e devono pertanto essere considerate una comunicazione di marketing. Sebbene il presente contenuto non sia soggetto ad alcun divieto di utilizzo prima della sua diffusione (ad esempio, per l'esecuzione di ordini), Pure Capital non intende trarne profitto.

Per ulteriori dettagli sui prodotti di investimento, i documenti ufficiali di vendita (il Documento Informativo Chiave per gli Investitori, il prospetto, la relazione semestrale e la relazione annuale) sono disponibili gratuitamente su richiesta presso Pure Capital SA (di seguito "Pure Capital") (tel.: +352 26 39 86) o consultando il sito web www.purecapital.eu.

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite in buona fede e non possono impegnare la responsabilità di Pure Capital.

Non vi è alcuna garanzia che gli obiettivi di investimento saranno raggiunti. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Le performance possono variare nel tempo. Il valore patrimoniale netto del portafoglio dipende dall'andamento del mercato. Tutti i fondi di investimento sono pertanto soggetti alle fluttuazioni di mercato e l'investitore potrebbe recuperare solo una parte inferiore dell'importo investito.

Il titolare del conto potrebbe addebitare commissioni di custodia annuali, o commissioni di deposito. Queste commissioni variano da un istituto all'altro. Per saperne di più, si prega di chiedere informazioni.

Il presente documento vi viene fornito a condizione che non costituisca una base primaria per alcun investimento. Qualsiasi investimento dovrebbe essere il risultato di una decisione sufficientemente informata e consapevole.