

# Investment Strategy Focus

## Trump sorprende ancora con l'aumento dei dazi

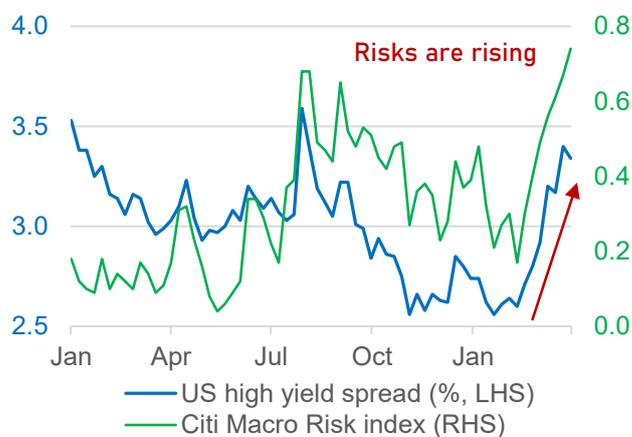
### Sintesi

- 1. Massiccio aumento delle tariffe USA:** uno dei maggiori aumenti tariffari nella storia degli USA. Probabilmente porterà l'aliquota tariffaria effettiva da circa il 2,5% pre-Trump 2.0 al 22% attuale. Il livello più alto dal 1910. Le tariffe annunciate sono significativamente più elevate di quanto previsto da noi e il mercato.
- 2. Aumenta il rischio di uno scenario di stagflazione** per l'economia statunitense. La stagione degli utili del primo trimestre, così come i sondaggi presso le aziende e i consumatori, saranno importanti da monitorare per valutare gli impatti su occupazione e investimenti. Ciò suggerisce un approccio più cauto nell'asset allocation nei prossimi mesi.
- 3. L'elevata incertezza sostiene la domanda di obbligazioni emesse dal Tesoro USA:** il trend verso rendimenti più bassi negli USA è destinato a persistere. Gli investitori prediligeranno beni rifugio. Diventiamo tatticamente positivi sui Treasury USA e abbiamo rivisto il nostro obiettivo a 3 mesi per il rendimento sul decennale americano al 4%.
- 4. E' necessaria maggiore cautela sul mercato azionario :** il risultato dell'annuncio sui dazi è chiaramente negativo per la crescita globale e comporta persino il rischio di stagflazione per l'economia statunitense. Abbassiamo il giudizio sull'azionario da Positivo a Neutrale.
- 5. Pressione sugli utili delle aziende statunitensi:** gli annunci tariffari dovrebbero avere impatti negativi sui consumi, e aumentare i costi di input delle aziende, esercitando pressione sui margini. Abbassiamo il giudizio sul mercato azionario americano da Neutrale a Negativo.

### Indice

Prospettive Macro e Mercati	2
L'impatto delle nuove misure tariffarie	3
Q1 2025 analisi dei mercati finanziari	5
Indicatori di rischio da monitorare	6
Un cambio di regime negli Stati Uniti e nel mondo?	7
Arguments for a global rebalancing	8
Sintesi delle principali raccomandazioni per asset class	9
Tabella delle previsioni economiche e valutarie e team	10
Disclaimer	11

### CON I DAZI AUMENTANO I RISCHI SUI MERCATI FINANZIARI



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg



## Prospettive Macro e Mercati

	<b>Macro</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- La crescente incertezza politica e le preoccupazioni sui dazi doganali stanno iniziando a pesare sugli investimenti e sui consumi interni degli Stati Uniti.</li> <li>- Nella zona euro, la fiducia dei consumatori rimane in un trend ascendente mentre la BCE continua a ridurre i tassi di interesse di riferimento. L'annunciato piano di stimolo tedesco dovrebbe aumentare la crescita potenziale a lungo termine. Le politiche espansive fiscali cinesi potrebbero portare sorprese positive.</li> </ul>
	<b>Tassi</b>	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Siamo positivi sui titoli di Stato core della zona euro e sui gilt del Regno Unito</li> <li>- Dopo l'annuncio del 2 aprile di ulteriori tariffe statunitensi, alziamo il giudizio sui Treasury USA a Positivo. Obiettivo a 3 mesi sui rendimenti dei Treasury USA a 10 anni al 4,0%</li> <li>- Fed e BCE porteranno i tassi di riferimento rispettivamente al 4% e 2% entro fine 2025</li> <li>- Vediamo i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi sia a 2 che a 10 anni al 4,25% tra 12 mesi.</li> </ul> <p>Il nostro obiettivo a 12 mesi sul rendimento del Bund tedesco a 10 anni è del 2,5%.</p>
	<b>Credito Societario</b>	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Restiamo positivi visti i solidi dati tecnici, l'elevato carry e la bassa volatilità. Preferiamo scadenze fino a 10 anni nell'eurozona e scadenze fino a 5 anni negli Stati Uniti.</li> <li>- Continuiamo a favorire le obbligazioni societarie IG in EUR e rimaniamo positivi sulle obbligazioni societarie IG del Regno Unito (che offrono un potenziale rendimento medio del 5,5%).</li> </ul>
	<b>Azionario</b>	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>- A seguito dell'annuncio dei dazi statunitensi del 2 aprile, abbassiamo il giudizio sulle azioni a neutrale</li> <li>- Preferiamo UK, Giappone, Cina. Abbassiamo a negativo il giudizio sugli Stati Uniti .</li> <li>- Giudizio positive su Health Care, Industriali e Finanziari Europei.</li> <li>- Giudizio negativo su IT e consumi discrezionali in US.</li> <li>- Abbassiamo il giudizio su Materiali e Finanziari americani da Positivo a Neutrale.</li> <li>- Alziamo il giudizio sulle utility UE da Neutrale a Positivo e riduciamo da Neutrale a Negativo il giudizio sul settore viaggi e tempo libero in Europa.</li> <li>- Abbassiamo a neutrale il giudizio su small e mid cap in USA</li> </ul>
	<b>Immobiliare</b>	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'impatto ritardato dei tassi di interesse più elevati è destinato a svanire dopo la stabilizzazione dei rendimenti immobiliari commerciali nel Q2/Q3 2024. Vediamo i prezzi immobiliari europei stabilizzarsi lentamente, con rendimenti da locazione ora più interessanti.</li> <li>- Esposizione a industriale/logistica preferita per rendimenti più interessanti, maggiore crescita prevista degli affitti basati su una solida domanda sottostante.</li> </ul>
	<b>Materie Prime</b>	+/-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Oro: giudizio positivo poiché le banche centrali dei mercati emergenti continuano gli acquisti strategici e per la domanda del retail asiatico. Obiettivo a 12 mesi 3200 USD/oncia</li> <li>- Posizione negativa sul petrolio, intervallo di prezzo per il greggio Brent di 60-70 USD a seguito di una domanda globale di petrolio più debole, una potenziale maggiore offerta di petrolio e gas non-OPEC e una prevista riduzione dei tagli delle quote di produzione OPEC+ nel 2025.</li> <li>- Abbassiamo da positivo a neutrale il giudizio sui metalli industriali, in considerazione del previsto rallentamento della crescita globale legato agli sviluppi della guerra commerciale.</li> </ul>
	<b>Oicvm Alternativi / Private Assets</b>	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Privilegiamo le strategie relative value equity, credit, convertible e event-driven per i loro interessanti rendimenti ponderati per il rischio a bassa volatilità. I fondi di private equity buyout sono una sottoclasse preferita di asset privati, dati i potenziali rendimenti a lungo termine e l'abbondanza di opportunità di mercato pubblico.</li> </ul>
	<b>Valute</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'obiettivo USD/JPY è di 150 JPY per entrambi gli orizzonti a 3 e 12 mesi.</li> <li>- La forza del dollaro USA si è invertita drasticamente a causa di una crescita più debole degli USA e delle aspettative di ulteriori tagli dei tassi da parte della Fed quest'anno.</li> <li>- Modifichiamo il nostro obiettivo a 12 mesi sul cambio EUR/USD a 1.05 (valore di un</li> </ul>

## L'impatto delle nuove misure tariffarie

### Le nuove misure tariffarie

Il nostro precedente scenario si basava su un' ipotesi di tariffe statunitensi più elevate su Canada, Messico e UE (+12,5pp in calo nel tempo) e su un aumento permanente di 30pp nell'aliquota tariffaria effettiva sulla Cina (composta da 20pp già in vigore e 10pp in arrivo più avanti quest'anno). Inoltre, ci aspettavamo un aumento di 4,5pp nell'aliquota tariffaria effettiva media ponderata sul resto del mondo. Questo scenario relativamente ottimistico era riflesso anche nei prezzi degli asset finanziari, che incorporavano un premio al rischio piuttosto ridotto.

L'annuncio di Donald Trump del 2 aprile ha portato notevoli cambiamenti. Rappresenta uno dei maggiori aumenti tariffari nella storia degli Stati Uniti. **Probabilmente porterà l'aliquota tariffaria effettiva dal livello di circa il 2,5%, prima della presidenza Trump, al 22%.** Il livello più alto dal 1910. Le tariffe annunciate sono significativamente più elevate di quanto noi o il mercato avessimo previsto.

### L'impatto economico delle tariffe, delle ritorsioni e dell'incertezza sui dazi.

Tariffe più elevate hanno un impatto sulla crescita economica e sull'inflazione attraverso molteplici canali:

1. Prezzi più elevati dei beni importati venduti negli Stati Uniti che portano a un aumento dei prezzi alla produzione e dei prezzi al consumo.
2. Calo del potere d'acquisto che riduce la spesa dei consumatori.
3. In caso di ritorsioni, tariffe più elevate sulle esportazioni statunitensi danneggerebbero l'attività economica degli Stati Uniti.
4. L'incertezza sostenuta in merito ai dazi (periodo temporale e possibili nuove modifiche) pesa negativamente sia sul sentiment dei consumatori che su quello delle aziende.

Vediamo dunque un più elevato rischio di uno scenario di stagflazione (bassa crescita e alta inflazione) per l'economia statunitense. La stagione degli utili del primo trimestre, così come i sondaggi presso le aziende e i consumatori, saranno importanti da monitorare per valutare gli impatti su occupazione e investimenti. C'è persino la possibilità che i dazi possano aumentare ulteriormente qualora gli altri paesi decidessero di reagire. Ciò implica che l'incertezza relativa alle politiche tariffarie probabilmente rimarrà molto alta nel prossimo futuro.

### Cambiamenti nella nostra strategia di investimento

Le numerose incertezze e gli annunci di ieri suggeriscono un approccio più cauto nell'asset allocation nei prossimi mesi. La nostra ipotesi di base, secondo la quale i dazi sarebbero stati utilizzati principalmente come strumento di negoziazione, è ora messa in discussione. L'amministrazione Trump sembra determinata a mantenere i dazi elevati per un lungo periodo e a vederli come una fonte ricorrente di entrate governative e un mezzo per forzare il rimpatrio delle catene di approvvigionamento. Riteniamo che ciò avrà un impatto negativo sulla crescita globale almeno per i prossimi mesi. Gli annunci sui dazi stanno anche avendo un impatto negativo sull'inflazione statunitense. Inizialmente avevamo previsto un picco entro la fine dell'anno, ma ora ciò sembra molto meno probabile.



## L'impatto delle nuove misure tariffarie (2)

Ci aspettiamo che la crescita economica nell'area euro segua un andamento a "J". Gli effetti negativi dell'aumento delle tariffe e le incertezze residue non saranno compensati dagli effetti positivi dei grandi programmi di spesa per le infrastrutture e la difesa recentemente annunciati.

È quindi probabile che le cose peggiorino prima di migliorare, sia in termini di sentiment che di crescita economica. L'effetto netto dell'aumento dei dazi sulle aspettative di inflazione nell'area euro sarà probabilmente negativo, almeno nei prossimi mesi. Abbiamo già preso in considerazione una moderata accelerazione dell'inflazione nei prossimi anni a seguito dello stimolo economico. L'impatto negativo dell'aumento dei dazi dovrebbe più che compensare questo effetto, almeno nei prossimi mesi (non ci aspettiamo importanti ritorsioni da parte dell'Europa).

**Tassi, reddito fisso e USD:** Non cambiamo le nostre prospettive per la Fed, ci aspettiamo ancora due tagli dei tassi, con un tasso terminale al 4%. Le pressioni inflazionistiche aumenteranno, ma dovrebbero essere temporanee. I rischi legati ad un calo della crescita economica più elevato del previsto dovrebbero convincere la Fed a continuare a tagliare i tassi nonostante l'inflazione rimanga al di sopra del 2%. Continuiamo a prevedere che la BCE taglierà i tassi due volte, portando il tasso sui depositi al 2%. Nel breve termine, l'incertezza rimane elevata ed è probabile che la tendenza verso rendimenti più bassi negli Stati Uniti persista. Gli investitori prediligeranno beni rifugio. In questo contesto, **diventiamo tatticamente positivi sui Treasury USA e abbiamo rivisto il nostro obiettivo a 3 mesi per il rendimento sul decennale americano al 4%.**

Non vediamo alcun motivo per modificare le nostre stime nel medio periodo sui rendimenti dei titoli governativi a 10 anni. La nostra previsione a 12 mesi rimane al 4,25% negli Stati Uniti e al 2,50% in Germania. Manteniamo il giudizio positivo sui titoli di Stato core dell'euro e sulle obbligazioni societarie investment grade dell'eurozona.

Vediamo due motivi per un recupero dell'USD dopo la attuale fase di debolezza: i) l'aumento dell'inflazione negli Stati Uniti dovuto all'aumento dei dazi porterà probabilmente a minori aspettative di tagli dei tassi negli Stati Uniti, mentre le aspettative di un andamento a J per la crescita nell'Eurozona potrebbero portare ad attese di ulteriori tagli dei tassi e ii) l'incertezza prolungata e l'avversione al rischio sono state storicamente di supporto per l'USD. Ci aspettiamo che il cambio EUR/USD ritorni in area 1,05 e si attesti su questo livello in un'ottica di 12 mesi.

**Azioni:** come già accennato, il risultato dell'annuncio dei dazi del 2 aprile è evidentemente negativo per la crescita a livello globale e comporta persino il rischio di stagflazione per l'economia statunitense.

Di conseguenza, **rivediamo la nostra posizione sulle azioni che è stata per lungo tempo positiva e abbassiamo il giudizio da Positivo a Neutrale.** Inoltre, **abbassiamo il giudizio sul mercato azionario americano statunitense da Neutrale a Negativo.** Gli effetti degli annunci sui dazi dovrebbero avere un impatto negativo sui consumi, facendo aumentare al contempo i costi dei fattori produttivi delle imprese. Pertanto, gli utili potrebbero subire pressioni su due fronti, il che non sembra essere ancora riflesso nelle stime degli analisti.

Un altro motivo di preoccupazione è il livello ancora elevato di concentrazione nei titoli delle mega-cap statunitensi. Le valutazioni sono ancora ben al di sopra delle medie storiche, le società potrebbero dover affrontare pressioni regolamentari negli Stati Uniti, mentre sembrano un bersaglio ovvio delle misure di ritorsione europee. Ribadiamo la preferenza negli Stati Uniti per l'indice S&P equiponderato. Al di fuori degli Stati Uniti, manteniamo le nostre preferenze regionali, ma consigliamo di rivedere un'eventuale elevata esposizione al commercio globale ed ai segmenti particolarmente sensibili ai dazi statunitensi.

Più a lungo persisteranno le incertezze sugli scambi commerciali e verranno mantenuti questi elevati livelli di tariffe, più negative saranno le conseguenze complessive. Monitoreremo attentamente le probabilità di recessione, i nostri indicatori preferiti in questo senso sono le richieste iniziali di sussidi di disoccupazione sul fronte macroeconomico e gli spread sul credito high yield americano (tramite credit default swap) sul fronte del mercato obbligazionario. In caso di movimenti sostanziali, potremmo rivedere ulteriormente il posizionamento azionario.

## Q1 2025 Analisi dei mercati finanziari

### Mercati azionari: la rivalsa del mondo ex-US

La rotazione dalle azioni statunitensi alle azioni globali ex-USA è proseguita a marzo, con le azioni dell'Eurozona che hanno registrato una performance del +10% nel trimestre, mentre l'S&P 500 ha registrato una perdita del 3% a causa dell'esposizione alle mega-cap tecnologiche (Magnifiche 7 - 12% nel Q1). L'indice S&P 500 equipesato è andato meglio grazie al minor peso della tecnologia, restando complessivamente invariato nel Q1.

Le banche dell'Eurozona hanno continuato a guidare i rialzi con una performance del 30% nel Q1, mentre anche il settore assicurativo ha registrato un ottimo +17%. La Polonia ha registrato la migliore performance tra i paesi europei, +31% in euro nel trimestre, grazie alle crescenti speranze di un cessate il fuoco in Ucraina.

Il tema della tecnologia cinese ha continuato a performare a ritmo sostenuto, con l'indice Hang Seng Technology (+25% nel Q1) che ha trainato la performance dell'indice Hong Kong China Enterprises (+20% nel trimestre). Nel complesso, l'indice MSCI Emerging Markets ha registrato un + 6% in dollari USA dall'inizio del 2025.

### Reddito fisso debole dopo il reset dei rendimenti tedeschi

Le ripercussioni dell'annuncio del piano di stimolo tedesco e la relativa ratifica parlamentare hanno pesato sulle obbligazioni sovrane e societarie dell'eurozona a marzo, con il rendimento del bund tedesco che è salito dello 0,3% fino al 2,7%. Nel complesso, le obbligazioni societarie in euro sono invariate da inizio anno, mentre i titoli sovrani registrano un -1%. Finora solo il credito high yield in euro (+1%) e le obbligazioni sovrane dei mercati emergenti (+2% in dollari USA) registrano rendimenti positivi nel 2025.

### Oro, argento e rame hanno continuato a salire

Gli attivi che hanno performato meglio nel primo trimestre 2025 sono stati senza dubbio l'oro, l'argento e il rame. L'oro e l'argento hanno continuato la loro lunga corsa al rialzo, con un rendimento del 17% in dollari nel Q1 per l'oro che ha raggiunto un nuovo massimo storico (3073 USD/oncia al 28 marzo) e del 21% per l'argento

L'andamento del rame quotato negli Stati Uniti (sul COMEX) è stato ancora più impressionante con un +27% nel trimestre, trainato dall'accumulo di scorte in US sull'attesa di potenziali nuovi dazi sulle importazioni di rame; ciò ha spinto il prezzo del rame negli Stati Uniti a un premio di quasi il 15% rispetto al suo equivalente di Londra.

Di conseguenza, anche i fondi diversificati sulle materie prime hanno registrato una buona performance: l'indice BNP Paribas Energy & Metals Enhanced Roll ha registrato un rendimento in euro di quasi il 10% nel Q1, anche tenendo conto dell'impatto della debolezza del dollaro.

### Costante miglioramento nel commercial real estate

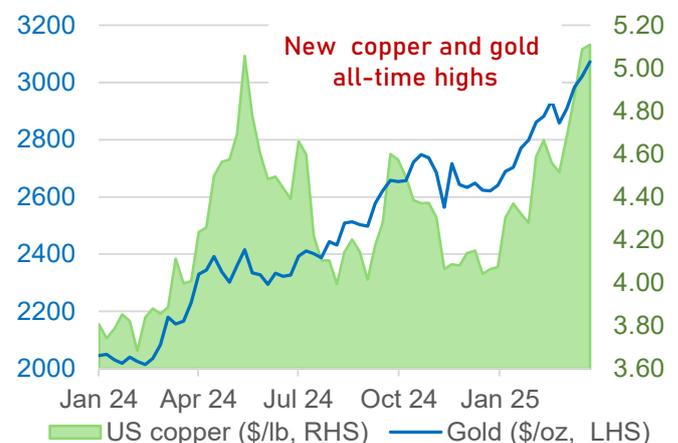
Il mercato degli immobili commerciali continua a seguire una ripresa lenta e costante dal reset delle valutazioni causato dall'impennata dei tassi di interesse a lungo termine del 2022-23. Secondo l'associazione europea dei fondi immobiliari INREV, i fondi immobiliari europei non quotati hanno registrato un rendimento totale del +3% nel 2024 con un +1,2% nel solo Q4 del 2024, grazie alla stabilizzazione dei valori patrimoniali netti e all'aumento dei rendimenti da locazione. I fondi focalizzati sul residenziale hanno registrato la performance migliore, con un rendimento del +2,3% nel Q4.

S&P 500 EQUAL-WEIGHT STABILE NEL Q1, CORREZIONE CONCENTRATA NELLE MAG 7



Fonte: BNP Paribas Markets 360

PER ORE NIENTE FRENA L'ORO E IL RAME



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg



## Indicatori di rischio da monitorare

### Lo spread high yield statunitense segnala un rischio crescente

Uno dei nostri preferiti indicatori di rischio del mercato finanziario, lo spread del credito high yield statunitense, si è ampliato di oltre lo 0,8% fino al 3,4% da metà febbraio. Ci sono due modi per guardare a questo ampliamento dello spread.

L'interpretazione, negativa, del bicchiere mezzo vuoto evidenzerebbe che questo spread è ora al suo massimo da metà 2024, sottolineando un rischio finanziario maggiore. Il che corrisponderebbe con quanto indicato dall'indice di incertezza della politica economica degli Stati Uniti, che è salito al suo livello più alto dal 2020.

### Ma il movimento storicamente non è così forte

L'interpretazione, positiva, del bicchiere mezzo pieno invece, sosterebbe che anche al 3,4%, lo spread rimane molto basso rispetto agli standard storici, se si confronta il livello odierno con quello degli ultimi 25 anni, in cui la media è stata intorno al 5%. Durante periodi di reale stress economico, come a metà del 2022, lo spread del credito high yield statunitense ha spesso superato il 5%. In base a questi standard, lo spread attuale non è affatto estremo, ma piuttosto ancora ben al di sotto della media di lungo termine.

Anche altri indicatori di stress finanziario, come l'indice Citi Macro Risk, sono aumentati da febbraio, ma restano ben al di sotto dei livelli che considereremmo allarmanti.

Sulla base del nostro radar di rischio composto da 9 diversi indicatori economici e di mercato finanziario, non vediamo per il momento una preoccupante combinazione di segnali di allarme. Continueremo a monitorarli attentamente, ma non vediamo per ora la necessità di ridurre l'esposizione ad asset rischiosi almeno sul lato obbligazionario.

### Il dato sulla fiducia dei consumatori statunitensi è preoccupante ...

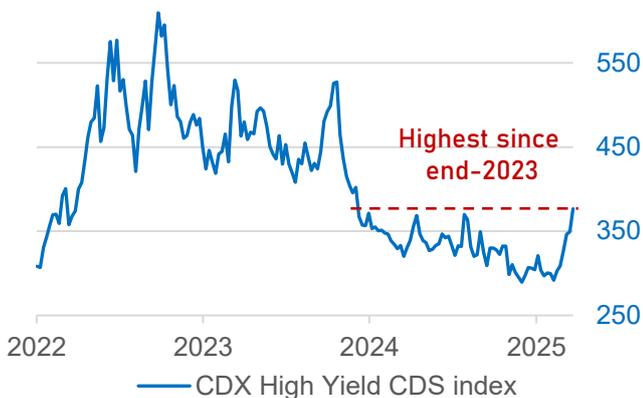
Il dato di marzo del sondaggio sulla fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan è preoccupante, a livello aggregato è stato basso quanto quello registrato durante la crisi finanziaria del 2008 e subito dopo lo scoppio della guerra in Ucraina nel 2022. Ciò riflette una prospettiva pessimistica da parte della maggior parte delle famiglie statunitensi, preoccupate che la valanga di tariffe farà aumentare i prezzi ed eroderà il potere d'acquisto interno.

### ...ma non è confermato da altri indicatori economici

Al contrario, le misure composite dello slancio economico statunitense come l'indice Citi US Economic Surprise non sono affatto vicine al territorio di recessione, ma indicano piuttosto, nella peggiore delle ipotesi, un modesto rallentamento della crescita del PIL statunitense ad un livello compreso tra l'1% e il 2%. L'ultimo PMI composito statunitense (che combina le letture sia per la produzione che per i servizi) calcolato da S&P Global, si attesta in un territorio di sana espansione a 53,5, ben al di sopra del livello di breakeven di 50.

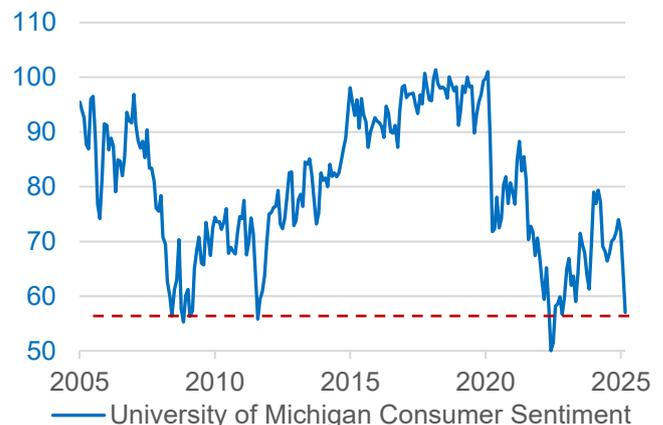
E' importante però distinguere tra dati "soft" che derivano da sondaggi e dati economici "hard" che misurano l'attività economica effettiva come le vendite al dettaglio. In caso di dubbio, si dovrebbe sempre propendere per i dati hard rispetto alle letture dei sondaggi. In questo caso, le vendite al dettaglio statunitensi di marzo, esclusa la benzina, continuano a crescere a un ritmo sano del +3,1% anno su anno, senza segnalare alcun preoccupante rallentamento nei consumi interni. Chiaramente, se il sentiment dei consumatori dovesse rimanere così depresso per un periodo prolungato, allora potrebbe benissimo tradursi in un rallentamento dell'attività economica. Ma non è ancora questo il caso.

LO SPREAD HIGH YIELD INDICA RISCHIO DI STRESS FINANZIARIO IN CRESCITA



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg

IL SENTIMENT DEI CONSUMATORI AMERICANI È DURAMENTE COLPITO DALL'INCERTEZZA SULLE TARIFFE



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg



## Un cambio di regime negli Stati Uniti e nel mondo?

### Prendere Trump sulla parola

Gli investitori, in particolare quelli europei, dovrebbero prestare attenzione a ciò che dicono i sostenitori di Trump quando viene chiesto loro perché apprezzano il presidente:

*"Dice le cose come stanno e dice quello che pensa".*

Per quanto possa essere scomodo per un investitore globale, questo è forse un mantra appropriato da ricordare quando si cerca di decifrare le ultime mosse del presidente sul fronte geopolitico.

Quindi, quando Trump parla di prendere il controllo della Groenlandia e del Canale di Panama, o di anettere il Canada, probabilmente intende dire quello che dice. Ovviamente, questo non significa che otterrà ciò che vuole. Ma probabilmente gli investitori dovrebbero prendere il presidente Trump sulla parola, piuttosto che cercare di trovare delle ragioni più profonde dietro le sue dichiarazioni quotidiane.

### Perché per Trump i dazi sono così importanti

La dura verità è che, a partire dal 2023, gli Stati Uniti hanno mantenuto un livello di tariffe di importazione globali inferiore a praticamente qualsiasi altro paese del G20. Inoltre, l'occupazione manifatturiera statunitense è diminuita dal 2001 (quando la Cina è entrata a far parte dell'Organizzazione mondiale per il commercio) da 17,3 milioni a 12,8 milioni oggi, mentre la produzione industriale totale statunitense non cresce dal 2014.

Con il deficit delle partite correnti degli Stati Uniti (valore dei beni e servizi importati meno quelli esportati) in crescita da zero nel 1991 al 4,2% del PIL nel terzo trimestre del 2024, il presidente Trump ritiene che altre nazioni esportatrici, come la Cina, abbiano "approfittato" della domanda statunitense negli ultimi anni. Pertanto, desidera riequilibrare questa bilancia commerciale, utilizzando i dazi come mezzo principale.

### Indebolendo potenzialmente l'eccezionalismo americano

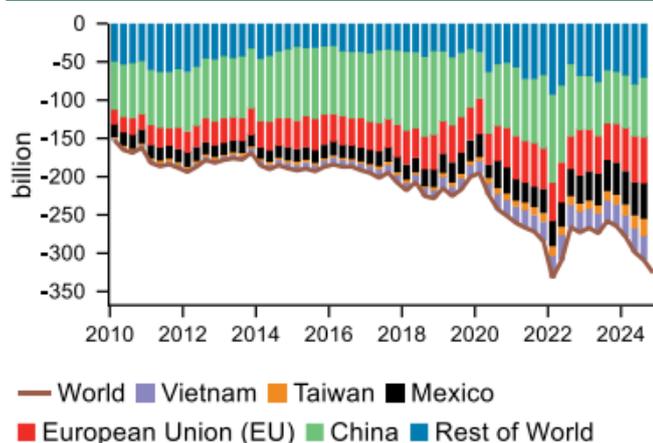
Se esaminiamo le ragioni fondamentali alla base dell'eccezionalismo americano, ne possiamo identificare diverse:

1. Gli Stati Uniti sono la più grande economia del mondo, con industrie dominanti in tecnologia/internet, beni di consumo, assistenza sanitaria ed energia.
2. Hanno il dollaro statunitense come valuta, ovvero la valuta di riserva de facto del mondo. Ciò offre il vantaggio di un tasso di interesse più basso sul debito del Tesoro poiché le banche centrali detengono la maggior parte delle loro riserve di valuta estera in dollari statunitensi.
3. Hanno un "hard power" senza pari grazie alla loro potenza militare, che supera di gran lunga qualsiasi altro paese. Con quasi 1 trilione di dollari di spesa per la difesa, gli Stati Uniti hanno speso 6,6 volte più della Russia e 3 volte più della Cina per la difesa nel 2024.
4. Hanno anche un "soft power" dominante attraverso i marchi globali di consumo e tecnologia, l'esportazione della cultura (film, musica) e gli aiuti finanziari all'estero.

Donald Trump non eliminerà tutti questi vantaggi senza pari per gli Stati Uniti da un giorno all'altro. Ma dovremmo chiederci se gli Stati Uniti abbiano raggiunto il picco in termini di narrazione dell'eccezionalismo statunitense che ha spinto il mercato azionario statunitense e il dollaro a una forte performance negli ultimi anni, culminando in valutazioni piuttosto tirate.

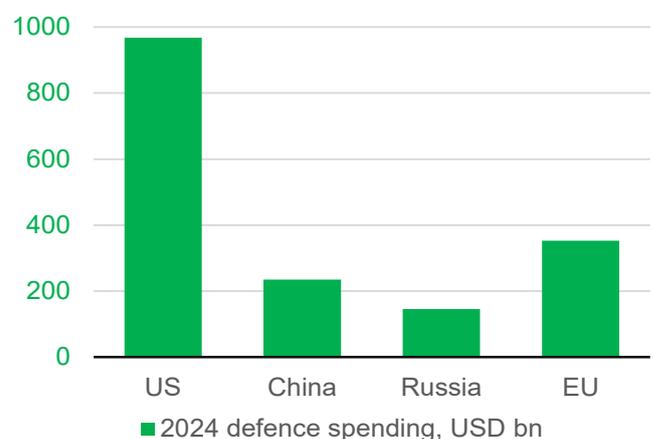
Per quanto riguarda il contributo militare alla NATO, Trump è già stato chiaro nel voler imporre ai membri europei della NATO di aumentare la spesa per la difesa fino a superare il 2% del PIL, indebolendo così l'hard power degli Stati Uniti.

AMPLIAMENTO DEL DEFICIT COMMERCIALE DEGLI STATI UNITI



Fonte: BNP Paribas Markets 360

DAGLI USA CIRCA IL 37% DELLA SPESA MONDIALE PER LA DIFESA NEL 2024



Fonte: BNP Paribas, Wikipedia

## Argomenti a favore di un ribilanciamento globale

### Trump vuole tassi di interesse più bassi, un dollaro più debole

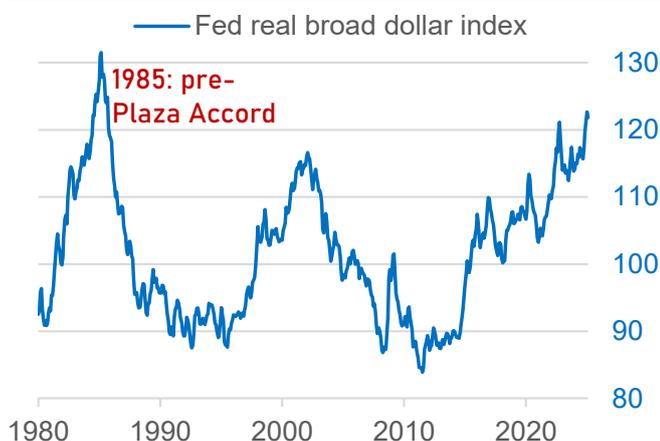
Sia il presidente Trump che il segretario al Tesoro Scott Bessent hanno sottolineato il loro desiderio di avere tassi di interesse più bassi, di ridurre il costo di finanziamento del debito federale in continua espansione e di ridurre i costi di finanziamento per il settore privato, con l'obiettivo di incentivare così gli investimenti e la crescita.

Hanno già cominciato ad ottenere qualche successo in questa direzione, con il rendimento del Treasury a 10 anni che è sceso dal 4,8% di metà gennaio verso il 4% attuale. Tuttavia, per portare ad un ulteriore calo dei costi di finanziamento, la Federal Reserve dovrebbe ridurre il tasso dei Fed Funds dall'attuale intervallo del 4,25-4,50%. A nostro avviso, è probabile che ciò accadrà con i 2 tagli attesi nel secondo semestre del 2025 in un contesto di indebolimento della crescita economica.

Il presidente Trump ha anche sottolineato la sua preferenza per un dollaro più debole, che aiuterebbe a riequilibrare il commercio statunitense e a incoraggiare la rilocalizzazione della produzione negli Stati Uniti, uno degli obiettivi chiave del presidente. Dalla metà del 2011, il Broad US Dollar Index si è apprezzato del 39%, rappresentando un ostacolo sempre maggiore per le esportazioni statunitensi e abbassando il costo delle importazioni di beni da partner commerciali come Cina, Vietnam e Messico.

Il valore di fine febbraio dell'indice Federal Reserve Trade-weighted Real Broad Dollar è più alto del 20% rispetto alla media degli ultimi 25 anni. L'unica altra occasione in cui questo indice è stato più alto si è verificata nel 1985, poco prima che fosse firmato l'Accordo del Plaza con l'obiettivo di deprezzare il dollaro USA rispetto alle altre principali valute (e che effettivamente portò ad un deprezzamento del 33% fino al 1992).

IL REAL BROAD DOLLAR INDEX DELLA FED E' AL MASSIMO DAL 1985



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg

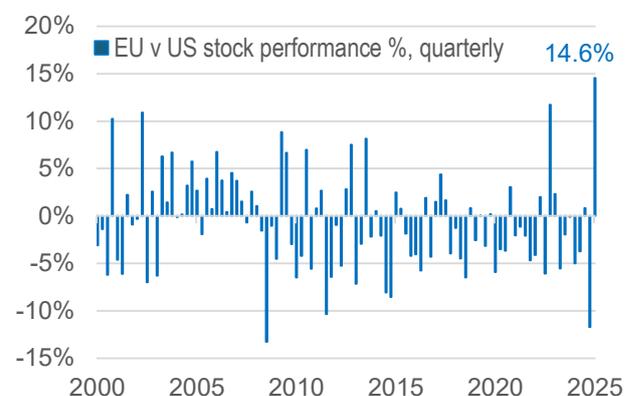
### I flussi di investimento hanno sostenuto un dollaro più forte

Oltre alle consuete argomentazioni fondamentali che riguardano l'inflazione, la crescita o i differenziali dei tassi di interesse tra gli Stati Uniti e l'Eurozona, nel determinare la direzione del tasso di cambio EUR/USD dovremmo anche considerare la notevole influenza dei flussi di investimento dall'Europa agli Stati Uniti.

Dall'inizio del 2021 secondo Bloomberg, 1,3 trilioni di USD di flussi lordi di capitali di investitori europei sono stati diretti sulle azioni statunitensi (di cui ora detengono oltre 8 trilioni di USD in totale), in particolare su azioni della tecnologia a mega-capitalizzazione. Ciò implica che ci sono state imponenti vendite di Euro per acquistare dollari USA, rafforzando il biglietto verde a scapito dell'euro. Mentre le Magnifiche 7 continuavano a sostenere la sovraperformance del mercato azionario statunitense rispetto al resto del mondo, questo slancio ha incoraggiato ancora maggiori flussi di capitale dall'Europa verso gli Stati Uniti, rafforzando così ulteriormente il dollaro USA rispetto all'euro.

Questa tendenza potrà continuare finché i titoli tech a mega-capitalizzazione non smetteranno di sovraperformare, il che probabilmente sta già accadendo. Nel primo trimestre del 2025, il Nasdaq 100 ha perso il 17% e le Magnifiche 7 il 24% in euro, mentre nello stesso periodo, l'MSCI World ex-US ha guadagnato il 2%, spinto da una performance del 9% dall'indice Euro STOXX 50. Dati gli enormi acquisti di azioni statunitensi da parte di investitori istituzionali europei negli ultimi 4 anni, qualsiasi inversione di questa tendenza potrebbe essere solo all'inizio e potrebbe avere ancora molta strada da fare. La banca d'investimento UBS ha recentemente avvertito che "il declino dell'eccezionalismo statunitense" potrebbe mettere a rischio 14 trilioni di dollari di asset statunitensi senza copertura di cambio detenuti da investitori non statunitensi.

Q1 25: SOVRAPERFORMANCE DEL MERCATO AZIONARIO EUROPEO RISPETTO A QUELLO US AI MASSIMI DEGLI ULTIMI 25 ANNI



Fonte: BNP Paribas, Bloomberg



## Sintesi delle principali raccomandazioni per asset class

	Attuale	Precedente	Segmenti	Preferiamo	Evitiamo	Commenti
AZIONI	=	+	Mercati	Regno Unito, Giappone, Brasile Cina, S. Corea Singapore, Indonesia		Gli aumenti dei dazi USA del 2 aprile fanno salire il rischio di una recessione o di una stagflazione negli USA. L'incertezza geopolitica sta aumentando rapidamente, il che suggerisce prudenza nel breve periodo. Abbassiamo a neutrale il giudizio sulle azioni, in attesa di segnali più positivi sui dazi e sulla liquidità. Abbassiamo a Negativo la raccomandazione sul mercato azionario americano.
			Settori	Healthcare Industriali, Materiali globali e Finanziari UE	Settore Oil e Gas Europeo consumi di base In US IT e consumi discrezionali	Banche e servizi finanziari dovrebbe trarre vantaggio dal miglioramento della domanda di prestiti, dall'aumento dei margini di interesse netti e dalla riduzione degli accantonamenti per perdite sui prestiti. Il settore healthcare ha tratto vantaggio da una solida stagione di utili e promettenti pipeline nel lancio di farmaci.
			Stili/Temi	Qualità e Megatrend		Economia circolare, elettrificazione, sicurezza, temi deep value.
OBBLIGAZIONI	+	=	Governativi	Preferire duration superiore al benchmark in zona euro. Preferire titoli US legati all'inflazione		Siamo positivi sui titoli di stato dell'area Euro core e del Regno Unito. Il nostro obiettivo di rendimento sul decennale USA è 4,25% a 12 mesi. L'obiettivo a 12 mesi sul rendimento dei bund tedeschi è 2, 5%.
	+	+	Credito	Credito Societario IG Eur e UK		Privilegiamo il credito investment grade (alta qualità), concentrandoci sul credito UE (in particolare finanziario) sulla base di rendimenti elevati e bilanci solidi. Siamo positivi anche sulle obbligazioni societarie IG del Regno Unito
	=	=	Obbligazioni Emergenti	USD e valuta locale		Giudizio neutrale sui titoli EM dati i rischi potenziali (barriere commerciali, USD più forte, rendimenti USA elevati per un periodo prolungato e valutazioni tirate). I fondamentali restano comunque positivi
LIQUIDITÀ	-	-				Riduzione del tasso sui Fed Funds al 4% entro la fine del 2025, al 2% per il tasso sui depositi della BCE.
MATERIE PRIME	+/-/-	+/-/-		Oro (+) Petrolio (-) Metalli Industriali (+)		Petrolio (-) La domanda globale di petrolio più debole e la prospettiva di una costante riduzione dei tagli alla produzione dell'OPEC+ spingono i prezzi del Brent nella fascia tra 60 e 70 dollari. Metalli di Base (=) The outlook for the manufacturing sector is eroded by tariff hikes.. Oro (+) rimaniamo positivi nel medio termine per ragioni geopolitiche con obiettivo di prezzo a 12 mesi a 3200\$ oncia
FOREX			EUR/USD			Il nostro obiettivo sul cambio EUR/USD a 12 mesi è 1,05..
IMMOBILIARE	=	=		Healthcare, logistica/magazzini		Tassi di interesse più bassi e un lento miglioramento del valore patrimoniale netto dovrebbero sostenere il settore immobiliare non quotato.
OICVM ALTERNATIVI				Long/Short Equity, Credit e Relative Value, Trend-following		I fondi UCITS alternativi di tipo relative value hanno battuto gli indici obbligazionari/creditizi dall'inizio del 2023, offrendo rendimenti con rischi più contenuti a bassa volatilità.
INFRA STRUTTURE	+	+		Energia, trasporti, acqua		Interessanti performance potenziali a lungo termine attese dalle infrastrutture sia private che quotate, alla luce dei sotto-investimenti a lungo termine.



## Tabella delle previsioni economiche e valutarie e team

<b>BNP Paribas Forecasts</b>			
GDP Growth%	2024	2025	2026
United States	2.8	1.8	1.3
Japan	0.1	1.0	0.2
<b>Eurozone</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>
Germany	-0.2	0.6	1.3
France	1.1	0.8	1.2
Italy	0.5	0.9	1.4
<b>Emerging</b>			
China	5.0	4.5	4.3
India*	8.2	6.2	6.7
Brazil	3.2	2.1	1.0

\* Fiscal year  
Source : BNP Paribas - 02/04/2025

<b>BNP Paribas Forecasts</b>			
CPI Inflation%	2024	2025	2026
United States	2.9	3.3	3.4
Japan	2.7	3.2	2.1
<b>Eurozone</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>
Germany	2.5	2.4	2.1
France	2.3	1.0	1.2
Italy	1.1	1.9	1.8
<b>Emerging</b>			
China	0.2	0.8	1.0
India*	5.4	4.8	4.2
Brazil	4.4	5.3	4.8

\* Fiscal year  
Source : BNP Paribas - 02/04/2025

	Country	Spot 03/04/2025	Target 3 months	Target 12 months
<b>Against euro</b>	United States	EUR / USD 1.11	1.05	1.05
	United Kingdom	EUR / GBP 0.84	0.83	0.83
	Switzerland	EUR / CHF 0.95	0.94	0.94
	Japan	EUR / JPY 161.70	158	158
	Sweden	EUR / SEK 10.78	11.00	11.20
	Norway	EUR / NOK 11.43	11.60	11.30
<b>Against dollar</b>	Japan	USD / JPY 145.44	150	150
	Canada	USD / CAD 1.40	1.45	1.40
	Australia	AUD / USD 0.64	0.66	0.64
	New Zealand	NZD / USD 0.58	0.60	0.60
	Brazil	USD / BRL 5.60	5.80	6.00
	India	USD / INR 85.45	88.0	88.0
	China	USD / CNY 7.30	7.30	7.30

Fonte: BNP Paribas, Refinitiv Datastream. 3 Aprile 2025

### THE INVESTMENT STRATEGY TEAM

#### FRANCE

##### **Edmund SHING**

Global Chief Investment Officer

##### **Isabelle ENOS**

Senior Investment Advisor

##### **Charles GIROT**

Senior Investment Advisor

#### ITALY

##### **Luca IANDIMARINO**

Chief Investment Advisor

#### BELGIUM

##### **Philippe GIJSELS**

Chief Investment Advisor

##### **Alain GERARD**

Senior Investment Advisor, Equities

##### **Patrick CASSELMAN**

Senior Investment Strategist, Commodities

#### GERMANY

##### **Stephan KEMPER**

Chief Investment Strategist

#### LUXEMBOURG

##### **Guy ERTZ**

Deputy Chief Investment Officer

##### **Edouard DESBONNETS**

Senior Investment Advisor, Fixed Income

#### ASIA

##### **Prashant BHAYANI**

Chief Investment Officer, Asia

##### **Grace TAM**

Chief Investment Strategist

# METTITI IN CONTATTO CON NOI

---

INVESTMENT STRATEGY FOCUS



[privatebanking.bnpparibas.it](https://privatebanking.bnpparibas.it)

---

## DISCLAIMER

---

Il documento è stato redatto da BNP Paribas Wealth Management e BNL- BNP Paribas (la "Banca") e contiene dati, informazioni e pareri riferiti alla data indicata sullo stesso documento.

Per variazioni delle condizioni di mercato, la Banca potrebbe modificare le valutazioni espresse nel Documento, senza che ciò obblighi la Banca ad aggiornare o modificarne le informazioni ivi contenute.

Il documento ha natura squisitamente informativa e non costituisce né può essere considerato come un'offerta di vendita, di sottoscrizione o di acquisto di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi natura, né come sollecitazione o raccomandazioni di investimento.

Si ricorda che: ogni decisione d'investimento è di esclusiva competenza del cliente. Eventuali decisioni di investimento in strumenti/prodotti finanziari distribuiti dalla Banca andranno prese dall'investitore dopo aver letto attentamente i documenti informativi e precontrattuali relativi agli specifici prodotti (quali, fascicolo /prospetto informativo, condizioni di assicurazione/contratto, scheda prodotto, documento "KIID" per i fondi, ecc.), forniti all'investitore prima della sottoscrizione.

Il cliente deve essere consapevole che le operazioni su prodotti e strumenti finanziari sono soggette alle fluttuazioni di mercato e ai rischi connaturati a tali prodotti/strumenti finanziari e che gli investimenti non danno garanzia di risultati futuri e possono esporre al rischio di perdita parziale o totale del capitale investito. In ogni caso BNL -BNP Paribas non è responsabile dei risultati delle operazioni effettuate dall'investitore tramite la Banca, anche se conseguenti a raccomandazioni d'investimento, a seguito di raccomandazioni della Banca o ai risultati dalle stesse prodotte.

Il presente documento s'intende strettamente personale e riservato ai clienti e potenziali clienti di BNL BNP Paribas. È fatto divieto di riprodurre, distribuire ad altre persone, pubblicare e in generale diffondere, direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, il presente documento e/o ogni informazione in esso contenuta.

© BNP Paribas (2025). Tutti i diritti riservati.

Immagini di Getty Images.



**BNL-BNP PARIBAS**  
**PRIVATE BANKING**

La banca  
per un mondo  
che cambia