

## Mercati al giro di boa, le previsioni dei gestori

di Jole Saggese

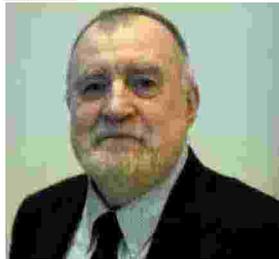
**S**&P 500 e Nasdaq sui massimi storici, indici azionari europei cresciuti a doppia cifra, nonostante dazi, guerre e incertezze geopolitiche. Il primo semestre del 2025 si chiude con un risultato che smentisce le attese di molti analisti, soprattutto dopo il 2 aprile, data in cui il presidente americano Donald Trump ha annunciato una nuova ondata di dazi. In molti, allora, avevano previsto la fine del rally azionario. Ma così non è stato. Errore di valutazione o scenario soltanto rinviato? A tracciare un bilancio di metà anno, nella trasmissione Mission Rispargio su Class CNBC, sono stati Emanuele Bellingeri (Ubs Asset Management), Alessandro Fugnoli (Kairos) e Carlo De Luca (Gamma Capital Markets).

**Domanda. Come si legge il bilancio dei primi sei mesi dell'anno sui mercati?**  
**Bellingeri.** C'è un detto che dice: «per decenni non succede nulla, poi in poche settimane succede tutto». E ciò che è accaduto dal 2 aprile ad oggi. Dopo vent'anni di dinamiche moderate, abbiamo assistito in sei mesi a uno sconvolgimento dell'ordine mondiale: dai dazi americani al riarmo dell'Europa, fino all'escalation tra Israele e Iran. Prima si acquistavano asset Usa sull'onda dell'eccezionalismo americano, poi c'è stato un brusco sell-off. Ma dopo una fase di relativa calma, i mercati hanno recuperato con forza, toccando nuovi massimi.

**Fugnoli.** È andato in scena lo scenario delineato a novembre da Stephen Miran, consigliere economico di Trump: un nuovo ordine economico internazionale, con dollaro più debole e uso strategico del commercio. Non è solo questione di dazi. C'è un disegno globale, e molti Paesi Nato stanno aumentando le spese militari, mentre con-

tinua la svalutazione del dollaro. Non siamo alla fine dell'eccezionalismo americano, ma al suo ridimensionamento.

**De Luca.** Sono saltate tutte le correlazioni storiche. Per vent'anni, euro-dollaro e borse erano positivamente correlati: un paracadute nei momenti di tensione. Oggi si muovono in modo opposto: nella correzione post-dazi sono scesi insieme dollaro e mercati. E un altro segnale preoccupante è che solo 22 titoli hanno contribuito ai record dell'S&P 500: una concentra-



Alessandro Fugnoli  
Kairos



Emanuele Bellingeri  
Ubs Asset Management



Carlo De Luca  
Gamma Capital Markets

zione che non si vedeva da oltre 35 anni.

**D. Dall'ordine mondiale al nuovo ordine del portafoglio: come orientarsi negli investimenti?**

**Bellingeri.** Serve un approccio attivo. Le correlazioni storiche non funzionano più, quindi bisogna essere flessibili e veloci nel riposizionare i portafogli. È utile introdurre asset class non tradizionali, come le materie prime, magari metalli preziosi o mercati privati, meno sensibili all'andamento dei listini.

**Fugnoli.** Una ridefinizione dell'eccezionalismo coinvolge il mercato azionario, non il dollaro. Il decoupling tra dollaro e borse è

fondamentale. Un tempo si comprava dollaro per investire in titoli Usa. Oggi i percorsi sono separati. Ad aprile si è temuta una recessione da dazi, ma così non è stato. Nei prossimi mesi arriverà anche il nuovo presidente della Fed, forse già prima di maggio 2026, e completerà il disegno. La parte fiscale è già espansiva, manca solo quella monetaria.

**De Luca.** La lezione più importante riguarda la selezione geografica. Le Borse europee sono salite, ma restano sottovalutate. Il Dax è giustificato dalla crescita attesa degli utili, ma il resto dell'Europa ha multipli bassi senza la stessa crescita. Negli Usa, i multipli sono più alti ma con crescita forte; in Cina e Germania, multipli bassi ma crescita attesa alta. Le vecchie regole su Paesi growth e value non valgono più: oggi i Paesi «value» potrebbero sovraperformare quelli «growth».

**D. Mercati ai massimi, dollaro debole e treasury volatili: dove sono le opportunità nei prossimi mesi?**

**Fugnoli.** Difficile parlare di grandi opportunità: i mercati sono già ben impostati e in parte sopravvalutati. Anche sul fronte obbligazionario è improbabile vedere rally importanti, vista l'entità dei disavanzi pubblici. L'unica sorpresa positiva potrebbe venire dalle materie prime.

**Bellingeri.** I mercati sono già impostati. Con la debolezza del dollaro magari sull'azionario potrebbero beneficiarne alcuni paesi emergenti, tra cui anche la Cina e poi nei mesi successivi l'Europa. Il quadro non cambia molto rispetto a quanto già visto: è un'evoluzione coerente.

**De Luca.** Le vere opportunità oggi arrivano dai flussi, più che dal contesto macro. Una politica monetaria più espansiva, unita a quella fiscale, potrebbe spingere nuovi investimenti in borsa. Se l'inflazione restasse sotto controllo, potremmo addirittura vedere un taglio dei tassi da parte della Fed già entro fine luglio. E questo sarebbe un ulteriore boost per i mercati.

