

Market Outlook | 2Q 2025

|Executive Summary – Fine primo tempo

Nel primo semestre 2025, gli investitori hanno affrontato uno dei periodi più sfidanti degli ultimi anni, segnato da shock esogeni, cambi di sentiment e dinamiche macro-finanziarie straordinarie. Tra gli eventi principali: il rischio DeepSeek che ha colpito i titoli tecnologici, i nuovi dazi USA introdotti durante il “Liberation Day”, e le rinnovate tensioni in Medio Oriente che hanno riacceso i timori inflattivi. A complicare ulteriormente il contesto per gli investitori europei, l’euro si è rafforzato del +14% sul dollaro, erodendo i rendimenti positivi in valuta locale e rendendo cruciale una gestione attenta del rischio e un’accurata selezione degli asset per proteggere i portafogli.

- A gennaio, l’annuncio del modello AI low-cost di **DeepSeek** ha causato un forte repricing sui tech USA, colpendo le Magnificent Seven. Ad aprile, i nuovi dazi hanno spinto l’**S&P 500** a -17% dal picco, riaccendendo i timori di recessione globale.
- **L’escalation in Medio Oriente** tra Iran e Israele ha spinto il petrolio oltre i 90 dollari al barile, riaccendendo timori di shock inflattivo e mostrando l’impatto immediato dei conflitti geopolitici sulla stabilità dei mercati energetici.
- Il **dollaro e i Treasury USA** si sono mossi in modo anomalo, con un aumento dei rendimenti e contemporaneo deprezzamento del dollaro, una dinamica tipica di mercati emergenti, segnale di un rischio sistemico percepito più elevato sugli asset americani.
- Con il tempo gli **operatori di mercato hanno imparato a ponderare meglio le dichiarazioni di Trump**: inizialmente molto reattivi, nella seconda parte del semestre hanno iniziato a distinguere tra annunci di facciata e misure concrete, riducendo la volatilità politica.
- Le **trimestrali USA sono state in chiaroscuro**, con una crescita attesa degli EPS per l’**S&P 500** al +5% annuo nel Q2 ma guidance più caute per il secondo semestre; nonostante ciò, i **buyback societari** hanno sostenuto i listini con oltre 280 miliardi di dollari riacquistati solo nel primo trimestre.
- L’oro ha aggiornato nuovi massimi storici con un rally del +26% YTD, supportato dagli **acquisti record delle banche centrali**, in particolare la Cina che ha aumentato le riserve auree per 17 mesi consecutivi come autodifesa dal rischio geopolitico e dalle sanzioni.
- I flussi di mercato hanno visto forte partecipazione **retail**, mentre gli istituzionali sono rimasti prudenti, con oltre 110 miliardi in CTA e liquidità; a fine trimestre sono riemersi segnali di acquisti dai gestori sistematici.
- La **divergenza tra BCE e FED** si è accentuata: la BCE ha tagliato i tassi al 2% con una pausa estiva, mentre la Fed è rimasta cauta per evitare errori passati. Intanto, la BoJ ha preannunciato un possibile rialzo dei tassi, segnando una svolta storica che potrebbe riaccendere la volatilità sui mercati generando tensioni sui carry trade finanziati in yen.
- Le **valutazioni restano divergenti**: l’**S&P 500** quota a 22–24x gli utili attesi, sopra la media storica, mentre Eurozona (15x), Asia ed emergenti (12–14x) offrono multipli più attraenti e opportunità di diversificazione geografica.
- Nonostante volatilità e tensioni, il semestre ha mostrato tenuta dei mercati globali, con rotazione verso titoli value, ritorno della correlazione zero tra azioni e obbligazioni, e maggiore selettività degli investitori

1. Da DeepSeek al Liberation Day

Il 2025 si era aperto nel segno della continuità con il rally del 2024, spinto dall'entusiasmo per l'intelligenza artificiale come motore di crescita dei profitti corporate e dall'insediamento del nuovo presidente, con il cosiddetto **Trump Trade** a dominare i flussi di capitale. I titoli tecnologici USA, in particolare le Magnificent Seven, hanno toccato nuovi massimi fino a febbraio, sostenuti da massicci afflussi in ETF tematici e prodotti growth, portando i multipli forward dell'S&P 500 su livelli elevati (fino a 24x), difficilmente sostenibili senza ulteriori sorprese positive sugli utili.

A gennaio, però, l'annuncio di **DeepSeek**, piattaforma AI generativa a basso costo cinese, ha spiazzato i mercati: il timore di un aumento della concorrenza in un settore considerato protetto ha innescato un forte repricing, con drawdown a doppia cifra nei principali titoli tech già nei primi mesi dell'anno.

Il colpo decisivo è arrivato ad aprile con il **Liberation Day**, quando l'amministrazione USA ha annunciato nuovi dazi "reciproci" con tariffe medie più che quadruplicate rispetto al 2024. L'S&P 500 ha registrato la peggior apertura intraday del 2020, con vendite indiscriminate che hanno travolto tecnologia, settori ciclici e difensivi, portando l'indice a un calo superiore al -18% dai massimi, mentre il VIX schizzava sopra quota 50.

In questo contesto, il mercato ha iniziato a sviluppare un linguaggio sintetico fatto di **acronimi** per interpretare la dialettica del nuovo presidente: dal primo entusiasmo del **MAGA trade** (Make America Great Again), a cui è seguito il concetto di **TACO** (Trump Always Chickens Out), riflesso della consapevolezza che Trump tende a fare dichiarazioni aggressive per alzare la posta ma è poi pronto a ritrattare parzialmente per negoziare. Questa evoluzione ha insegnato agli investitori a **ponderare meglio le dichiarazioni presidenziali**, riducendo le reazioni impulsive: il presidente ha così potuto ottenere le tariffe desiderate senza infliggere danni strutturali ai mercati, sparando alto per ottenere un compromesso intermedio.

Le settimane successive sono state caratterizzate da una volatilità estrema, finché l'amministrazione USA, preoccupata per la reazione dei mercati e le tensioni bancarie, ha annunciato un rinvio di 90 giorni dei dazi per favorire nuovi negoziati. Questa decisione ha innescato un rimbalzo tecnico alimentato da ricoperture short e dai **buyback societari**, sfruttando i prezzi depressi per intensificare i riacquisti.

EXHIBIT 1: S&P 500 YTD



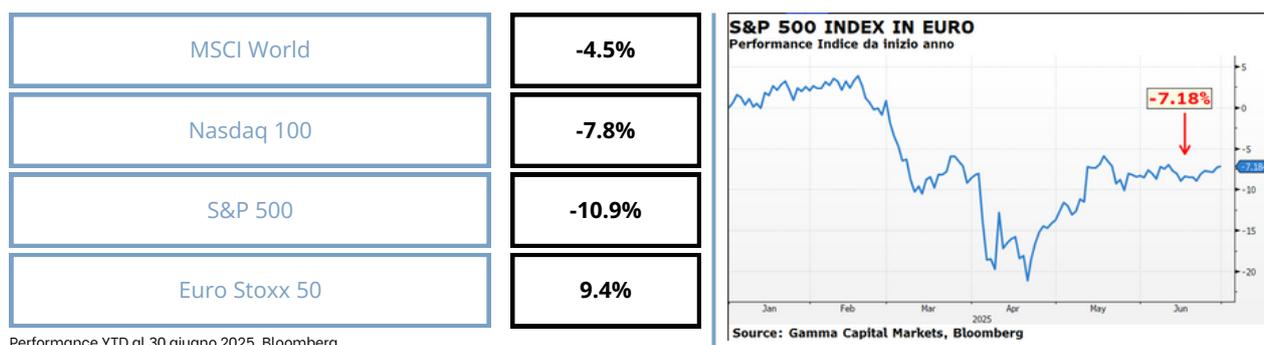
La sequenza DeepSeek–Liberation Day ha così spezzato la narrativa di entusiasmo unidirezionale sull'AI, riportando al centro dell'attenzione i **rischi competitivi**, le tensioni geopolitiche e un quadro macro più fragile, gettando le basi per un secondo semestre all'insegna dell'incertezza, delle rotazioni settoriali e di una crescente attenzione ai fattori geopolitici.

2. Correlazioni, dollaro e flussi

Nel secondo trimestre, mentre il mercato si riprendeva dal Liberation Day, la dinamica delle correlazioni tra asset ha subito un cambiamento radicale: dopo anni di movimenti sincroni tra azioni e obbligazioni, la **correlazione** si è ridotta fino a tornare vicina allo zero, ristabilendo i benefici di diversificazione dei portafogli multi-asset. Questo segnale tecnico è stato uno degli elementi più importanti per la gestione patrimoniale nella prima metà dell'anno, permettendo di ricostruire esposizioni obbligazionarie a scopo protettivo in un contesto di volatilità elevata.

Parallelamente, il **dollaro USA** ha registrato la **peggiore performance semestrale dal 2009**, con l'indice DXY in calo di oltre il 10% YTD: un crollo alimentato dall'aspettativa crescente di un imminente ciclo di tagli della Fed e dal ritorno dei flussi verso mercati extra-USA, attratti da valutazioni più contenute e prospettive di stimolo fiscale in Europa e Asia. Il rafforzamento dell'euro, che ha guadagnato più del **14% contro il dollaro**, ha però generato effetti collaterali significativi: **per gli investitori in euro, le performance in USD degli asset statunitensi sono risultate erose dalla componente cambio**, trasformando spesso guadagni nominali in rendimenti negativi. Allo stesso tempo, le aziende esportatrici europee hanno subito un peggioramento della competitività di prezzo sui mercati internazionali, aumentando la pressione sui margini.

EXHIBIT 2: PERFORMANCE YTD IN EURO DEI PRINCIPALI INDICI



Sul fronte dei **beni rifugio**, l'**oro** ha aggiornato nuovi massimi storici grazie a un rally del +26% nel semestre, sostenuto dagli acquisti record delle banche centrali dei paesi emergenti, che hanno accelerato un processo di progressiva riduzione della dipendenza dal dollaro. Il punto non è che il dollaro venga venduto perché l'economia americana mostri segnali di forza o debolezza: il problema è la fiducia. I nuovi dazi americani e la politicizzazione delle relazioni commerciali hanno incrinato un patto implicito di fiducia globale che durava dalla fine della Seconda Guerra Mondiale, trasformando il dollaro – per decenni moneta, contratto e rifugio – in un potenziale rischio geopolitico.

Il segnale più chiaro di questa trasformazione non arriva dai mercati, ma dalle **banche centrali**: non si stanno limitando a ridurre l'esposizione ai Treasury, ma stanno progressivamente scaricando titoli americani per acquistare oro fisico. La **Cina**, in particolare, ha aumentato le riserve auree per 17 mesi consecutivi, accumulando nel 2024–2025 più oro di quanto fatto in tutto il decennio precedente; un ritmo che segnala non semplice diversificazione, ma una vera e propria strategia di autodifesa. Dopo il precedente russo del 2022 – quando le riserve valutarie in dollari furono congelate come misura sanzionatoria – nessun paese non allineato, come Cina, Arabia Saudita o Brasile, può più permettersi un'eccessiva esposizione a un sistema monetario che può diventare uno strumento di pressione o un'arma politica. Il problema oggi non è il tasso d'interesse né la duration: è il rischio che asset strategici vengano congelati da un tweet o, peggio, da un'escalation militare.

EXHIBIT 3: TREASURY AMERICANI DETENUTI DALLA CINA



E l'oro, al contrario dei dollari o dei Treasury, non si può bloccare, non si può sanzionare, non si può congelare. È fisico, anonimo, liquido, e soprattutto non è "stampabile" da Washington. È questa la ragione per cui, dietro le quinte, il sistema multipolare sta emergendo nei bilanci delle banche centrali prima ancora che nei comunicati ufficiali: i dollari detenuti si riducono, le riserve auree crescono, mentre i Treasury rischiano di restare senza compratori. Emblematico il dato cinese: negli ultimi 10 anni, la Cina ha tagliato la propria esposizione in Treasury USA di oltre il 40%, passando da 1.239 miliardi di dollari a 757.2 miliardi, segnando la progressiva erosione di un pilastro storico della domanda estera di debito americano.

Questa corsa all'oro, alimentata non da motivazioni macro ma da ragioni di sopravvivenza geopolitica, ha contribuito a un deciso rimbalzo del metallo prezioso, offrendo una protezione fondamentale nei portafogli durante le fasi più turbolente del semestre.

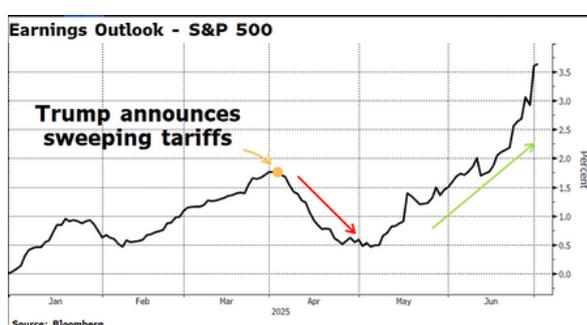
Dal lato dei flussi, i **buyback** societari sono stati un elemento determinante nel sostenere i listini: solo nel primo trimestre, le aziende S&P 500 hanno completato programmi di riacquisto per oltre 280 miliardi di dollari, un record storico che ha parzialmente compensato le uscite dai fondi azionari istituzionali. Parallelamente, **circa 40 miliardi di dollari sono rimasti parcheggiati in cash e nei fondi CTA**, un segnale della prudenza degli investitori istituzionali ma anche una potenziale fonte di supporto al mercato in caso di segnali chiari sulla direzione della politica monetaria.

3. Trimestrali, EPS e prospettive: un mercato in cerca di conferme

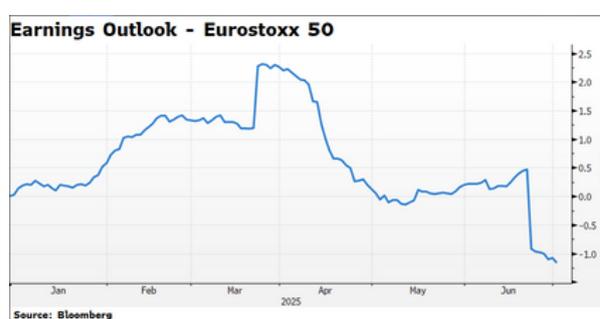
La stagione delle trimestrali ha confermato la resilienza di molti settori, pur evidenziando un clima di crescente prudenza: la maggior parte delle aziende ha battuto le stime sugli utili, ma le guidance per la seconda metà dell'anno si sono fatte più caute, riflettendo le incertezze legate a inflazione, dazi, evoluzione geopolitica e solidità della domanda globale. Secondo FactSet, gli utili per azione (EPS) dell'S&P 500 sono attesi in crescita del 5% su base annua nel secondo trimestre, mentre le attese sui ricavi si sono ridotte al +4,2%, in calo rispetto al +4,7% stimato a inizio trimestre, segnale di un rallentamento delle aspettative.

I grafici Bloomberg sulle [stime forward degli EPS](#) forniscono una fotografia precisa delle divergenze emerse nel semestre.

EXHIBIT 4: S&P 500 E EUROSTOXX 50 FORWARD 12-MONTH STIMA EPS



L'S&P 500, dopo la brusca correzione seguita all'annuncio dei dazi a marzo (evidenziata dal grafico con la freccia rossa), ha mostrato una sorprendente ripresa delle attese sugli EPS da maggio in avanti (freccia verde), culminata in un'accelerazione che ha spinto le stime di crescita su nuovi massimi a fine semestre



L'Euro Stoxx 50 ha visto un progressivo deterioramento delle attese, con un'inversione netta da aprile che ha portato il momentum degli utili in territorio negativo a fine giugno

Questa divergenza segnala come, nonostante i rischi geopolitici e l'incertezza sui dazi, il consensus stia scommettendo su una ripresa più robusta per le aziende statunitensi rispetto a quelle europee, evidenziando un potenziale disallineamento tra aspettative e rischio di volatilità. A livello settoriale, la leadership del rimbalzo è stata guidata da tecnologia (+23,7% nel Q2) e comunicazioni (+18,5%), mentre energia e sanità hanno registrato sottoperformance a doppia cifra negativa dopo un ottimo inizio d'anno. Anche tra le small cap, la dinamica è stata simile, con tecnologia in forte recupero seguita da industria e materiali, mentre REIT e beni di prima necessità hanno chiuso il trimestre in calo.

Questi movimenti hanno portato i principali indici statunitensi a segnare nuovi massimi storici a fine giugno: l'S&P 500 e il Nasdaq 100 hanno registrato guadagni bimestrali dell'11,7% tra maggio e giugno, il miglior rendimento bimestrale dal dicembre 2023. Tuttavia, la forza del rimbalzo si è concentrata in un numero ristretto di titoli, mantenendo una leadership di mercato poco ampia e vulnerabile a delusioni sugli utili o sorprese macro.

Sul piano delle valutazioni, i multipli forward rimangono elevati: l'S&P 500 tratta a circa 22-24x gli utili attesi, ben al di sopra delle medie storiche quinquennali e decennali, mentre l'Eurozona si attesta intorno a 15x e Asia ed emergenti su 12-14x, delineando un'opportunità per la diversificazione geografica, soprattutto in scenari di rotazione settoriale o prese di profitto sul comparto growth USA.

Guardando avanti, le attese del mercato restano focalizzate sulla politica monetaria: attualmente si prezzano due tagli della Fed entro fine anno, mentre la BCE ha già completato la gran parte del ciclo di tagli. Inoltre, le discussioni interne all'amministrazione americana sull'allentamento del leverage ratio bancario (SLR) potrebbero liberare nuova liquidità a supporto dei mercati, ma comportano rischi sul fronte della stabilità finanziaria. La scadenza del 9 luglio, termine per l'eventuale proroga dei dazi reciproci, rappresenta un potenziale catalizzatore: un nuovo rinvio potrebbe sostenere il sentiment, mentre un'escalation riaprirebbe lo scenario di volatilità che ha segnato la prima parte dell'anno.

CONCLUSIONI

Il primo semestre 2025 ha dimostrato quanto sia cruciale un approccio disciplinato e flessibile nella gestione attiva: dai rischi legati a [DeepSeek](#), che hanno scosso i titoli tech con crolli a doppia cifra, al violento repricing innescato dal [Liberation Day](#) e dai nuovi dazi USA, con lo S&P 500 sceso di oltre il 20% in poche settimane.

Il successivo rimbalzo, favorito dai [buyback societari](#) e dalla sospensione temporanea dei dazi, ha evidenziato quanto fosse essenziale monitorare costantemente le notizie e aggiornare le strategie in tempo reale. Nel pieno della volatilità di aprile, la direzione dei mercati cambiava più volte al giorno seguendo i tweet su X, mettendo alla prova la prontezza del team di gestione.

Il nostro impegno quotidiano – dalle prime ore del mattino fino alla chiusura serale dei mercati USA – si è tradotto in risultati concreti: [Best Brands Long Only](#) ha chiuso il semestre a +4,28% YTD, [Alternative Energy Long Only](#) a +8,20% e [Best Brands Flex](#) a +1,27%, tutte nettamente superiori a un [MSCI World in euro](#) a -4,59% e a un [S&P 500](#) in euro a -7,30% YTD. Nella [GPM Multiasset Azionaria](#), la gestione attiva ha consentito di ridurre l'esposizione nei momenti più critici e di incrementarla rapidamente sui minimi di aprile, limitando le perdite a -0,44% YTD, risultato di gran lunga migliore rispetto ai principali benchmark globali.

Anche le linee flessibili hanno beneficiato di interventi tattici: dopo aver ridotto le posizioni in tecnologia e Magnifiche 7 durante le fasi di maggiore pressione, abbiamo ribilanciato verso settori industriali, finanziari ed energetici quando i segnali macro e i flussi di capitale hanno indicato un imminente recupero.

Questa gestione ha permesso di affrontare un semestre segnato dal calo record del dollaro, dalla corsa all'oro alimentata dalle banche centrali – come la PBoC, che ha accumulato riserve per 17 mesi consecutivi – e da correlazioni tra asset tornate instabili. Nelle nostre gestioni, che non prevedono coperture valutarie, i risultati ottenuti sono stati possibili grazie alla [flessibilità strategica](#), [agli interventi tattici](#) e [a un rigoroso stock picking](#), elementi che hanno permesso di limitare l'impatto del cambio e di generare performance in euro decisamente superiori rispetto ai benchmark.

Guardando avanti, disciplina e selettività saranno decisive per cogliere le opportunità offerte da un mercato che resta altamente dinamico, con la scadenza della proroga dei dazi, le prossime mosse di Fed e BCE e i dati macro sulla domanda globale destinati a orientare i flussi nella seconda metà dell'anno.

Investment team



CARLO DE LUCA

Responsabile Gestioni & Portofolio Manager

25 anni di esperienza nella gestione patrimoniale
È stato Senior Associate di un'importante società
londinese attiva nella gestione patrimoniale
carlo.deluca@gammamarkets.it



ALESSIO GARZONE

Portfolio Manager

Analisi macro e fondamentale equity con focus
Stati Uniti, Europa e Asia;
Master in Finanza Avanzata(IPE Business School)
alessio.garzone@gammamarkets.it



GIULIANA TACCOGNA

Analyst

Analisi Macro e fondamentale equity
CFA Level I - Master in Finanza Avanzata (IPE
Business School)
giuliana.taccogna@gammamarkets.it



FABIANA FRATICELLI

Analyst

Analisi Macro e fondamentale equity con focus
Stati Uniti e Europa

fabiana.fraticelli@gammamarkets.it

DISCLAIMER

Il presente documento è stato redatto esclusivamente a scopo informativo e destinato unicamente al destinatario. Le informazioni contenute non costituiscono un invito, un'offerta o una raccomandazione ad acquistare o vendere strumenti finanziari, a effettuare transazioni o a concludere operazioni di qualsiasi natura. In particolare, non rappresenta un'offerta o una sollecitazione in giurisdizioni dove tale attività sia illegale, o dove la persona che propone l'offerta o la sollecitazione non sia qualificata a farlo, o dove il destinatario non possa legalmente ricevere tale offerta o sollecitazione.

Le informazioni contenute in questo documento provengono da fonti ritenute affidabili, ma non viene fornita alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza, completezza o affidabilità. Nonostante l'impegno per garantire l'esattezza dei dati riportati, non si esclude la possibilità di errori nella trasmissione o nella rappresentazione delle cifre. Nessuna responsabilità può essere assunta per eventuali perdite derivanti dall'uso delle informazioni contenute in questo documento.

Gamma Capital Markets Ltd – Succursale Italiana è un gestore di FIA UE (GEFIA UE) iscritta nella sezione dedicata dell'albo tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 35 del TUF (Aut. N. 23684). È autorizzata alla gestione di portafogli, alla consulenza in materia di investimenti, alla ricezione e trasmissione ordini e alla commercializzazione di OICR.

Gamma Capital Markets Ltd è una società di gestione di investimenti costituita nel 2010 e regolamentata dalla Malta Financial Services Authority (MFSA) con Licenza N° IS/51103 (Cat. 2).