

## ASSET ALLOCATION

# QUANDO GLI USA PERDONO CENTRALITÀ NEI PORTAFOGLI, SERVONO NUOVE COORDINATE. ECCO LE SCELTE DI ASSET ALLOCATION SUL II SEMESTRE

Raffaella Ulgheri | 4 Giugno 2025



Bensa (Ersel AM), Da Dalt (Easim), Casagrande (Generali Investments), Prinoth (Quaestio SGR)

Tempo di lettura: **1 min.**

Salva notizia

La messa in discussione dell'eccezionalismo americano è un evento profondamente trasformativo in termini di asset allocation. Tuttavia, nel momento in cui è la stessa amministrazione USA a mettere in discussione le basi di un ordine che, negli ultimi decenni, aveva determinato le costanti da affiancare alle variabili dei mercati, gli esperti si rivolgono ad altre geografie. E ad altri attivi. E mentre la possibilità di una recessione “pesante” non è in cima alla lista delle preoccupazioni, i CIO e i direttori investimenti interpellati da **FundsPeople** nella seconda parte della view sui prossimi sei mesi ([qui la prima parte dell'approfondimento](#)) affrontano il passaggio con una gestione del rischio “più attiva” e posizionamenti, in molti casi, più costruttivi.

Qui le view (in ordine alfabetico per nome della società) di [Ersel Asset Management](#), [Euromobiliare Advisory SIM](#), [Generali Investments](#) e [Quaestio SGR](#).

GIORGIO  
BENSA  
**Ersel AM**

Anche nella view di [Giorgio Bensa](#), **direttore investimenti Ersel AM** le incertezze legate alle scelte dell'amministrazione statunitense hanno generato “una fase di mercato molto complessa”. Bensa ritiene che queste potranno avere “impatti di lungo periodo sulle dinamiche economiche e finanziarie, e sarà quindi fondamentale diversificare e bilanciare in

modo appropriato i portafogli”. Da qui, **in fase di asset allocation, il principale cambiamento riguarda appunto l’esposizione agli Stati Uniti** “con una riduzione su valuta e titoli di Stato e, in misura minore, sui mercati azionari: bisogna infatti rimettere in discussione e nella giusta prospettiva l’“eccezionalismo americano” che aveva determinato una generale overperformance degli attivi finanziari del Paese rispetto alle altre aree geografiche e una forte sovra-rappresentazione all’interno dei portafogli”.

L’esperto **non teme, tuttavia, una pesante recessione per l’economia globale**, “nonostante i vuoti d’aria che ha dovuto affrontare in questa prima parte dell’anno, grazie a una situazione di partenza piuttosto buona e senza squilibri significativi per quanto riguarda la posizione finanziaria di famiglie e imprese”. Nella visione del direttore investimenti, come anticipato, **“alcuni dei rischi più significativi continueranno a essere legati alle scelte in termini di politica economica** da parte dell’amministrazione americana e agli impatti che potranno avere a livello globale”. In ogni caso, “si tratta di eventi difficilmente modellizzabili, che affrontiamo mantenendo un’impostazione moderatamente prudente rispetto a un pieno utilizzo dei budget di rischio”.

1/4

SIMONE DA  
DALT  
**Euromobiliare  
Advisory  
SIM**

“La valutazione dell’asset allocation ideale per il secondo semestre 2025 è complicata dall’incertezza delle politiche commerciali USA e dalle loro ripercussioni globali”. Nella riflessione di **Simone Da Dalt**, head of investment solutions di Euromobiliare Advisory SIM, si tratta del presupposto per raccomandare “una gestione dei rischi più attiva e una diversificazione geografica e settoriale”. Per questo motivo **Da Dalt indica che, sul fronte azionario, la società mantiene “un’esposizione al rischio aperta ma ridotta rispetto all’inizio dell’anno**. Si valuteranno incrementi solo dopo eventuali correzioni”. Negli Stati Uniti, poi, nonostante valutazioni in linea con le medie storiche, “l’incertezza spinge verso qualità e settori difensivi (communication services, health care)”. Mentre di qua dell’Atlantico, “l’Area Euro è attraente per

valutazioni, politica BCE e programmi fiscali, con focus su finanziari e communication services. I mercati emergenti beneficiano di valutazioni interessanti e potenziale debolezza del dollaro, ma restano vulnerabili alle guerre commerciali”. **Cautela nella gestione del rischio di duration** per l'obbligazionario. “Tra i titoli governativi, si preferiscono le scadenze intermedie e la curva europea rispetto a quella statunitense. Nel credito, i rendimenti offrono un buon ‘cuscinetto’, con preferenza per l'investment grade europeo sull'high yield. La sfiducia negli asset USA potrebbe continuare a indebolire il dollaro”.

Alla luce di queste considerazioni, dunque, **rispetto all’inizio del 2025 “l'approccio è passato da un sovrappeso azionario a maggiore cautela e tatticità**, a causa dell'aumento del protezionismo come shock dominante”. L'esposizione è stata ribilanciata dagli USA verso l'Europa, “e le attese di tagli dei tassi Fed sono state ridimensionate e posticipate”. Mentre nel reddito fisso, come detto, “si è passati a una maggiore cautela sul rischio duration e a una preferenza per le scadenze intermedie” e l'esposizione al dollaro USA è stata ridotta.

Anche **sul fronte dei rischi individuati per i mesi a venire si impone, come principale “lo shock protezionistico e le guerre commerciali**, con potenziali impatti negativi su crescita e inflazione, complicando le politiche monetarie della Fed e aumentando i rischi recessivi per gli USA. A livello obbligazionario, la sostenibilità fiscale statunitense preoccupa”. Da Dalt specifica come tali rischi siano già incorporati nei portafogli “tramite una gestione più prudente del rischio azionario e obbligazionario, una maggiore diversificazione e un focus sulla qualità degli emittenti meno esposti ai dazi” e indica che “si valuteranno incrementi azionari solo in caso di correzioni significative o di uno scenario meno severo sulle politiche commerciali”. Lato obbligazionario, indica gestione tattica della volatilità e un monitoraggio continuo dei dati macro, delle politiche e degli utili aziendali.

2/4

**FILIPPO CASAGRANDE** **Generali Investments**

Le incertezze dominano anche lo scenario tratteggiato da **Filippo Casagrande, chief of investments, Generali Investments** che sottolinea come, “fino al raggiungimento di accordi definitivi con i principali partner commerciali, il rischio dazi da parte degli USA rimane ancora alto”. Negli Stati Uniti pesano poi il tema della crescita economica e dell’inflazione, oltre al timore per la salute delle finanze pubbliche. Da qui **la scelta di un atteggiamento “prudente sull’equity, soprattutto negli USA”**. Come settori la preferenza va “al comparto dei finanziari (elevata profittabilità), e/o i gold miners e i titoli della difesa europea (programmi pluriennali di investimenti pubblici)”. **Posizionamenti “più costruttivi”, invece, nell’obbligazionario, in particolare sul comparto in euro.** “Con i tassi reali vicini ai potenziali di crescita, i bond governativi core offrono una remunerazione adeguata del rischio ed eventuali rialzi dei tassi Bund rappresentano occasioni di accumulo”. Nel comparto del credito, poi, “gli spread rimangono sopra i minimi dell’anno e offrono opportunità di investimento. Continuiamo a privilegiare la qualità, con un’attenta selezione, anche per evitare i titoli maggiormente esposti ai rischi dazi, e preferiamo titoli con una duration medio-bassa, quindi titoli governativi europei (Bund o BTP) per esposizioni duration più lunghe”. Il mercato high yield europeo, infine, “rimane una fonte interessante di rendimento con una bassa esposizione duration, pur consapevoli dei rischi in caso di deterioramento del quadro macroeconomico”.

In termini di modifiche al posizionamento dei portafogli, Casagrande ne individua “due forti”. In prima battuta il ridimensionamento del mercato azionario USA “sarà compensato **dall’aumento nell’esposizione ad altri mercati azionari**, ma la somma totale crescerà a velocità contenuta, non ai ritmi degli ultimi anni”. Di conseguenza. “più rotazioni tra aree geografiche, piuttosto che forti crescite lineari”. Sul piano obbligazionario, invece, “il livello elevato dei tassi reali è un elemento chiave a sostegno dei ritorni futuri”. Anche in questi casi la volatilità può perdurare, specie sulla parte europea, “ma riteniamo che tali livelli dei tassi in Europa siano coerenti con il mantenimento di una posizione lunga duration”. **Ulteriori aumenti dei tassi possono altresì**

**essere sfruttati per aumentare l'esposizione tattica**, pur ragionando sempre sulle implicazioni di lungo termine di politiche fiscali espansive su un piano pluriennale come quelle annunciate in Germania.

La view di Casagrande sui rischi si orienta su diversi elementi, in primis, come detto, l'incertezza dovuta alle politiche commerciali dell'amministrazione Trump **insieme ai timori per lo stato delle finanze pubbliche dopo il taglio del rating da tripla A ad Aa1 da parte di Moody's** (come già fatto da S&P e Fitch). "Moody's cita in particolare il peggioramento della traiettoria del debito a causa degli elevati deficit e l'incapacità di comprimere le spese. A questi aggiungiamo il persistere delle tensioni geopolitiche legate alla guerra in Ucraina e il possibile deterioramento della situazione in Medio Oriente per il conflitto nella striscia di Gaza. In Europa, i principali rischi rimangono sulla crescita economica e ovviamente i rapporti con la Russia".

3/4

CHRISTIAN  
PRINOTH  
**Quaestio  
SGR**

"La definizione di un'asset allocation strategica è ora complicata da un mondo improvvisamente meno prevedibile, più frammentato e inevitabilmente più politico". La riflessione di **Christian Prinoth, chief investment officer di Quaestio SGR** si concentra su "tre temi centrali" da monitorare per il II semestre: "Il ruolo futuro degli Stati Uniti, la stabilità geopolitica e il livello del debito globale". Prinoth specifica, tuttavia, che gli ultimi due erano già nel radar degli investitori, indicando come "la novità più rilevante" sia "il mutato atteggiamento americano". **La prospettiva di un isolazionismo statunitense "non si vedeva da un secolo" e non è limitata ai soli dazi** o alla retorica elettorale: "Si traduce in una progressiva riduzione dell'attrattività economica del Paese per investitori internazionali, in particolare con un rischio crescente di iniziative fiscali meno accomodanti verso il capitale estero".

La fine del cosiddetto "peace dividend", goduto per decenni da gran parte del mondo occidentale" fa sì che anche la flessibilità fiscale di molti Paesi entri "in una nuova era di disciplina forzata". L'esperto, tuttavia, afferma che non si assiste necessariamente a una deglobalizzazione, piuttosto a "una riorganizzazione degli scambi attorno a blocchi

regionali. La frammentazione, più che la chiusura, è la cifra dominante”. Questi elementi, insieme a una crescente assertività militare, “comportano un premio per il rischio generalmente più elevato”.

La traiettoria di quanto avviene è chiara soprattutto sul fronte del debito. Prinoth sottolinea che “l’aumento strutturale limita la capacità di intervento fiscale e genera tensioni crescenti sull’indipendenza delle banche centrali”. Inoltre, eventuali politiche monetarie espansive, “una volta routine, diventano ora oggetto di scrutinio politico”. Mentre l’inflazione “potrebbe restare sotto controllo solo se la domanda aggregata si contrae (una prospettiva tutt’altro che ottimistica) o se la Cina continuerà a esportare deflazione”. In termini di portafoglio, dunque, “l’incertezza porta ad alcune implicazioni più nette”. **La duration euro, afferma l’esperto, “resta tra le poche con un profilo ancora difendibile.** La diversificazione internazionale, tradizionalmente considerata imprescindibile, diventa più complicata. L’azionario statunitense, un tempo visto come (unica) colonna portante di qualsiasi allocazione, richiede ora maggiore cautela. L’home bias, a lungo demonizzato, torna sorprendentemente attuale”.

4/4