

## La guerra commerciale sta complicando il lavoro della Fed

L'estrema incertezza politica negli Stati Uniti sta creando una fortissima turbolenza e un aumento della volatilità. Le recenti tendenze dei rendimenti obbligazionari indicano un cambiamento in corso: gli asset statunitensi non rappresentano più il principale rifugio in tempi di incertezza e sia i Treasury sia il dollaro USA stanno perdendo il loro ruolo di bene rifugio per eccellenza. Se da un lato siamo dell'idea che sia prematuro mettere in discussione la fiducia negli asset statunitensi, dall'altra pensiamo che un'eventuale sfida all'indipendenza della Fed e l'eccessiva incertezza politica potrebbero minare la confidenza del mercato. Ad esempio, i rischi percepiti riguardo ai deflussi di capitali e il parziale riposizionamento nei mercati hanno causato la recente divergenza tra i rendimenti statunitensi e il dollaro. Per quanto riguarda l'immediato futuro, i principali temi da monitorare sono i seguenti:

- **La guerra commerciale e il protezionismo avranno un impatto sulla crescita statunitense, ma il nostro scenario centrale non prevede per il momento una recessione causata dai dazi.** Si stima che la crescita del PIL quest'anno si attesterà attorno all'1%, in calo rispetto al quasi 3% dello scorso anno. I dazi e le pressioni sui consumi, il mercato del lavoro e l'effetto negativo sulla ricchezza sono i principali fattori che avranno un impatto sulla crescita. I dazi statunitensi eserciteranno pressioni sulle esportazioni europee e sulla crescita, ma l'Europa beneficerà anche di alcuni fattori decisamente incoraggianti quali la spesa fiscale in Germania, il basso prezzo del petrolio e la blanda reazione dell'UE ai dazi statunitensi.
- **La Fed è alle prese con le aspettative d'inflazione dei consumatori, ma probabilmente deciderà di supportare la crescita.** Un disancoraggio delle aspettative dei consumatori potrebbe incidere sulle dinamiche di contrattazione salariale, finendo con l'alimentare ulteriormente l'inflazione effettiva. La tempistica degli interventi della Fed sarà importante. Per adesso crediamo che taglierà i tassi tre volte nel corso dell'anno.



**VINCENT MORTIER**  
GROUP CIO



**MONICA DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE



**PHILIPPE D'ORGEVAL**  
DEPUTY GROUP CIO

### La recente divergenza tra i rendimenti statunitensi e il dollaro è un fenomeno raro



*Pensiamo che la riallocazione degli investimenti al di fuori degli Stati Uniti proseguirà, favorendo regioni come l'Europa, i Paesi emergenti e l'Asia. Abbiamo quindi una posizione prudente sul dollaro USA.*

- **Per la BCE il dilemma è minore perché sta già prendendo atto di previsioni di crescita più deboli per la regione.** Abbiamo rivisto al ribasso le nostre aspettative sul tasso finale, portandolo dall'1,75% all'1,50%, e prevediamo che la BCE effettuerà tre tagli ai tassi di interesse. Nel Regno Unito il raffreddamento del mercato del lavoro, il rafforzamento della sterlina e l'eliminazione dei dazi sulle importazioni dovrebbero esercitare pressioni ribassiste sull'inflazione consentendo alla Bank of England di tagliare tre volte i tassi di interesse nel corso del 2025.
- **La Cina dovrà trovare un modo per crescere puntando maggiormente sui consumi domestici.** I dazi statunitensi nei suoi confronti sono più alti del previsto e la crescita del Paese di certo ne risentirà. Al momento i politici cinesi stanno rispondendo con ritorsioni, ma pensiamo che dovranno focalizzarsi anche sulla domanda interna e sui consumatori utilizzando sia gli strumenti monetari sia quelli fiscali.

**Nel medio periodo prevediamo un indebolimento dell'economia**, il che avvalorata una strategia di allocazione prudente. Tuttavia, non ci troviamo ancora in questa situazione e per ora rimaniamo leggermente favorevoli al rischio.

- Per quanto riguarda il **reddito fisso**, rimaniamo positivi sulla duration soprattutto dei titoli obbligazionari dell'Unione Europea e del Regno Unito, mentre siamo prudenti sul Giappone. Manteniamo invece una posizione neutrale sugli Stati Uniti: se da un lato l'inflazione sta diminuendo, dall'altro le aspettative d'inflazione dei consumatori rimangono elevate. Le valutazioni delle obbligazioni societarie stanno scontando un indebolimento della crescita eppure i fondamentali rimangono solidi. Siamo quindi ottimisti sulle obbligazioni societarie Investment Grade dell'Unione Europea viste le loro valutazioni e ci paiono interessanti anche i titoli finanziari. Rimaniamo invece cauti sulle obbligazioni societarie High Yield statunitensi.
- **Nell'azionario, la correzione del mercato azionario americano sta confermando la riallocazione degli investimenti verso regioni come l'Europa, il Regno Unito e il Giappone.** Considerata la compressione dei multipli di valutazione, l'elemento di maggiore incertezza riguarda la dinamica degli utili.

#### Amundi Investment Institute: i dazi statunitensi probabilmente avranno un impatto sulla crescita e sugli utili

Nel suo ultimissimo World Economic Outlook, il FMI ha rivisto al ribasso le stime sulla crescita mondiale e su quella statunitense. Condividiamo le previsioni del FMI sulla crescita mondiale nel 2025, mentre sugli Stati Uniti le nostre previsioni sono più conservative. Tendiamo a escludere una recessione negli Stati Uniti, ma i dazi elevati potrebbero incidere negativamente sul reddito disponibile dei consumatori e, in ultima istanza, anche sulla crescita. Tutto ciò complica il compito della Fed, chiamata a bilanciare aspettative inflazionistiche e crescita economica.

Riteniamo che gli utili delle imprese statunitensi saranno penalizzate dai dazi e molte aziende stanno già esprimendo i loro timori riguardo a una possibile recessione. Visto che l'eccezionalismo statunitense è a rischio, per il 2025 abbiamo tagliato al 5% le stime sugli utili per azione dell'indice S&P 500. Le prossime indicazioni prospettiche delle imprese rivestiranno un'importanza cruciale.

*Prevediamo che quest'anno la Fed ridurrà i tassi di interesse tre volte, con il rischio di ulteriori tagli se la disoccupazione dovesse peggiorare. Inoltre le pressioni sulla crescita statunitense avranno delle ripercussioni anche sull'Europa, ma l'impatto sui prezzi delle azioni dipenderà come prima cosa dal grado di sopravvalutazione dei multipli di valutazione.*

**MONICA DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Pur rimanendo generalmente cauti sugli Stati Uniti, ravvisiamo alcune opportunità selettive sui titoli Value, sui titoli di qualità e sugli indici equal weighted, sui titoli con valutazioni ragionevoli e su quelli che sono relativamente al riparo dalle politiche di Trump. In Europa privilegiamo quei titoli difensivi del settore dei beni di consumo primari e del settore sanitario dotati di una forte capacità di dettare i prezzi e di modelli di business solidi. Per quanto riguarda invece i titoli ciclici, ci piacciono i titoli bancari europei di qualità e le società a bassa-media capitalizzazione per via della loro esposizione al mercato interno.

- **Gli asset dei mercati emergenti hanno beneficiato sinora della debolezza del dollaro, delle aspettative dei tagli dei tassi d'interesse da parte della Fed, dei rendimenti obbligazionari domestici interessanti e di una crescita resiliente.** Tuttavia, l'incertezza riguardo alle politiche di Trump potrebbe pesare su questa classe di attività. In particolare, siamo costruttivi sul debito in valuta forte e sul debito societario perché i rendimenti assoluti sono interessanti. Per quanto riguarda il debito in valuta locale, esistono alcune opportunità in America Latina e nei mercati *frontier*. Per quanto riguarda l'azionario dei Paesi emergenti, la Cina è vulnerabile ai dazi e alle restrizioni, mentre l'America Latina e la regione MENA sembrano relativamente al riparo dai dazi statunitensi, e quindi manteniamo un'opinione positiva sull'America Latina e sull'India. Siamo ottimisti anche sui Paesi emergenti europei.
- **Per quanto riguarda gli investimenti multi-asset, manteniamo un atteggiamento leggermente favorevole al rischio nonostante il peggioramento dell'outlook perché le condizioni macroeconomiche, del credito e della liquidità sono ancora ragionevolmente solide.** Da un punto di vista tattico stiamo modificando la nostra posizione, attualmente siamo meno positivi sulle azioni dei Paesi sviluppati e più positivi sui titoli di Stato dei Paesi emergenti. Inoltre abbiamo un atteggiamento più favorevole nei confronti dell'euro rispetto al dollaro statunitense, perché l'eccezionalismo statunitense sta venendo meno e i tassi di interesse più bassi dopo le sforbiciate della Fed potrebbero ridurre gli afflussi nelle attività statunitensi e favorire il rientro dei capitali verso l'Europa e l'Asia. Rimaniamo positivi sull'oro che rimane un'ottima copertura nei confronti delle tensioni geopolitiche e dei rischi d'inflazione.

*La crescita dipenderà dalla durata dei dazi e dalle contromisure adottate dagli altri Paesi; nonostante l'incertezza politica, le condizioni macroeconomiche, creditizie e di liquidità favorevoli ci inducono ad avere una lieve propensione al rischio mantenendo però alcune coperture quali l'oro.*

## Sentiment complessivo sul rischio

Risk off



Risk on

Manteniamo un'opinione leggermente positiva sugli attivi rischiosi grazie al credito e alle azioni, ma seguiamo con attenzione il mutare delle dinamiche dei mercati così da mantenere una forte diversificazione.

### Variazioni rispetto al mese precedente

- **Multi asset:** ora siamo positivi sulle obbligazioni dei Paesi emergenti e un po' meno favorevoli alle azioni dei Paesi sviluppati ed emergenti.
- **Mercati emergenti:** siamo più costruttivi sulle azioni dell'America Latina e sui Paesi emergenti dell'EMEA, ma un po' meno sui Paesi emergenti asiatici. Per quanto riguarda l'obbligazionario, siamo leggermente più ottimisti sui bond in valuta locale.
- Prudenti sul dollaro statunitense

*Il sentiment complessivo sul rischio è una visione qualitativa degli attivi rischiosi (credito, azioni, materie prime) espressa dalle diverse piattaforme d'investimento e condivisa nel corso della riunione più recente del comitato d'investimenti globale. Il nostro posizionamento verrà modificato così da riflettere eventuali variazioni del contesto economico e di mercato.*

BCE= Banca centrale europea, MS = mercati sviluppati, ME = mercati emergenti, BC = Banche centrali, IG = Investment Grade, HY= High Yield, HC = valuta forte, LC = valuta locale.

## MULTI-ASSET

## L'eccezionalismo statunitense è a rischio: rimanere flessibili

Il "Liberation Day" ha segnato un cambiamento nella politica statunitense che da allora ha adottato un approccio più caotico e "transactional". Il rallentamento dell'economia americana dipenderà dalla duration di questi dazi e dalle contromisure dei partner commerciali. L'approccio dell'amministrazione americana ha già però già fatto i suoi danni e i mercati stanno iniziando a dubitare dell'eccezionalismo statunitense. Le condizioni macroeconomiche, del credito e della liquidità rimangono tuttavia ragionevoli. **In questo contesto, stiamo valutando tutte le opportunità disponibili, tra cui le obbligazioni dei Paesi emergenti, e crediamo che la supremazia valutaria del dollaro sia a rischio.** Siamo anche dell'idea che gli investitori, per proteggersi dai rischi, dovrebbero mantenere coperture di portafoglio come l'oro.

Non ci siamo fatti prendere dal panico di fronte alle turbolenze dei mercati, ma abbiamo comunque alleggerito la nostra posizione sulle azioni dei Paesi sviluppati, pur rimanendo nel complesso costruttivi su Stati Uniti, Eurozona e Regno Unito. I mercati azionari dell'Eurozona continueranno a beneficiare delle loro valutazioni più convenienti e del miglioramento degli utili sul medio termine derivante dalla spinta fiscale in Germania. Il Regno Unito offre l'occasione di diversificare gli investimenti all'interno dell'Europa e i suoi mercati presentano buone caratteristiche difensive. Negli Stati Uniti, le nostre posizioni sono dotate di buone coperture e manteniamo un'opinione moderatamente positiva grazie ad alcuni segmenti che dovrebbero beneficiare della potenziale deregulation e del supporto alle aziende che operano sul mercato interno. Nei Paesi emergenti, al fine di tenere sotto controllo il rischio, abbiamo adottato una posizione neutrale sull'India per via dell'incertezza sul breve periodo. Rimaniamo vigili e crediamo che lo scenario di crescita strutturale sia invariato.

Per quanto riguarda il reddito fisso, manteniamo un approccio globale, con un atteggiamento positivo sulla duration negli Stati Uniti, nei Paesi core dell'UE, del Regno Unito e sui BTP italiani, la recente promozione del rating sovrano dell'Italia rappresenta una notizia positiva. Siamo ottimisti anche sulle obbligazioni societarie dell'Unione europea. Siamo invece prudenti sulle obbligazioni giapponesi a causa delle loro valutazioni eccessive e dei rendimenti reali negativi. Per quanto riguarda le obbligazioni dei Paesi emergenti, siamo ora costruttivi dopo la correzione di aprile. Vista la debolezza del dollaro, si prevede che le pressioni su questo segmento diminuiscano un po'. Siamo neutrali sui tassi locali.

Per quanto riguarda le valute, abbiamo ribilanciato le nostre opinioni e ora siamo cauti sul dollaro e positivi sull'euro. Siamo negativi sul dollaro statunitense rispetto allo yen e alla corona norvegese. Nei Paesi emergenti siamo ancora più costruttivi sul real brasiliano e sul peso messicano rispetto allo yuan.

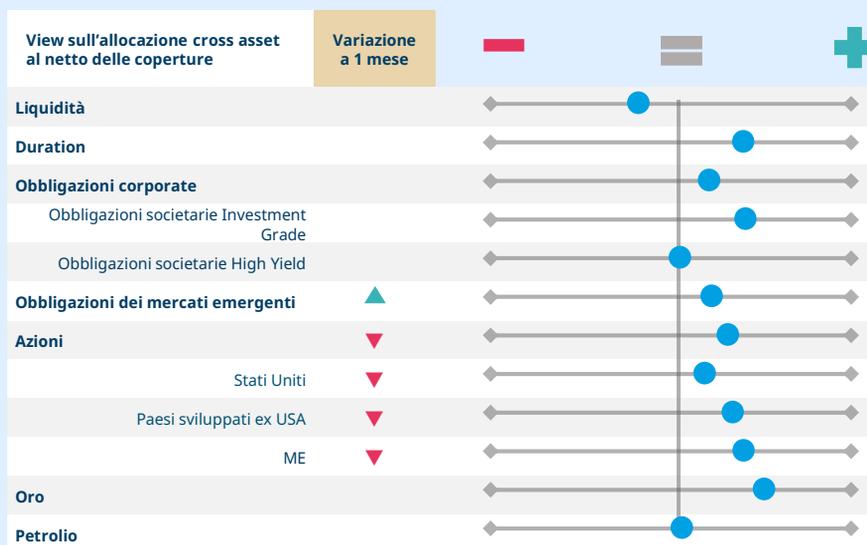
## AUTORI

**FRANCESCO SANDRINI**  
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

**JOHN O'TOOLE**  
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

*«Mentre i mercati stanno rivalutando il ruolo dei tradizionali stabilizzatori di portafoglio noi rimaniamo flessibili alla ricerca di opportunità interessanti e manteniamo ampie coperture.»*

## View d'investimento multi-asset di Amundi



▼ Riviste al ribasso rispetto al mese precedente  
▲ Riviste al rialzo rispetto al mese precedente

Fonte: Amundi al 7 maggio 2025. La tabella rappresenta le principali convinzioni d'investimento (comprese le coperture) delle Piattaforme Multi-Asset. \*Le opinioni sono espresse rispetto a un'asset allocation di riferimento (avente come benchmark 45% azioni, 45% obbligazioni, 5% materie prime, 5% liquidità), con "=" che indica una posizione neutrale. I segni + e - potrebbero non dare i risultati attesi a causa dell'eventuale utilizzo di derivati nell'implementazione. Questa è una valutazione in un momento specifico e può essere soggetta a modifiche in qualsiasi momento. Queste informazioni non intendono essere una previsione dei risultati futuri, e gli investitori non dovrebbero utilizzarle come una ricerca, una consulenza agli investimenti o una raccomandazione relativa a particolari fondi o titoli. Queste informazioni sono fornite unicamente a scopo illustrativo e non rappresentano l'asset allocation presente, passata o futura di Amundi o il portafoglio di qualsiasi prodotto di Amundi.

# Opinioni di Amundi sulle diverse classi di attività

## View sulle azioni

Azioni	Variazione a 1 mese*	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Stati Uniti					◆					
<i>Titoli Growth USA</i>			◆							
<i>Titoli Value USA</i>							◆			
Europa								◆		
<i>Europa,</i>								◆		
Giappone							◆			
ME							◆			
Fattori globali	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Growth					◆					
Value							◆			
Titoli a bassa capitalizzazione						◆				
Quality	▼					◆				

## View Fixed Income

Duration	Variazione a 1 mese*	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Stati Uniti						◆				
Unione Europea								◆		
Regno Unito								◆		
Giappone					◆					
<b>Completivo</b>							◆			
Obbligazioni corporate	Variazione a 1 mese*	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Obbligazioni societarie IG USA						◆				
Obbligazioni societarie HY USA				◆						
Obbligazioni societarie IG UE								◆		
Obb soc. HY UE						◆				
<b>Completivo</b>							◆			
Valute	Variazione a 1 mese*	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
USD	▼				◆					
EUR						◆				
GBP							◆			
JPY								◆		
CNY				◆						

▼ Riviste al ribasso rispetto al mese precedente

▲ Riviste al rialzo rispetto al mese precedente

Fonte: Riepilogo delle opinioni espresse dal comitato d'investimento globale durante l'ultima riunione tenutasi il 23 aprile 2025. Opinioni rispetto a un investitore con base in euro. Le opinioni vanno da doppio meno a doppio più, = indica un posizionamento neutro. Questo materiale rappresenta una valutazione del contesto di mercato in un momento specifico e non intende essere né una previsione di eventi futuri, né una garanzia di risultati futuri. Queste informazioni non dovrebbero essere utilizzate dal lettore come materiale di ricerca, consulenza in materia di investimenti o raccomandazione su fondi o titoli. Le presenti informazioni hanno esclusivamente finalità illustrativa e divulgativa e sono soggette a modifiche. Queste informazioni non rappresentano l'attuale, passata o futura asset allocation o portafoglio di qualsiasi prodotto di Amundi. La tabella delle valute illustra le opinioni in materia espresse dal CIG. Per questo mese, il dato "Variazione rispetto a M-1" potrebbe non essere direttamente comparabile con quello del mese precedente a causa della modifica del perimetro a seguito dello scorporo delle attività statunitensi in Victory Capital.

## View sui mercati emergenti

EM Bonds	Variazione a 1 mese*	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
China govt.						◆				
India govt.	▲							◆		
EM HC								◆		
EM LC	▲								◆	
EM corp.	▲							◆		
EM Equity	Variazione a 1 mese*	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
EM							◆			
EM Asia	▼				◆					
Latin America	▲							◆		
Emerging EMEA	▲							◆		
EM-ex China							◆			
China	▼					◆				
India								◆		

Fonte: Riepilogo delle opinioni espresse dal comitato d'investimento globale durante l'ultima riunione tenutasi il 23 aprile 2025. \*Per questo mese, il dato "Variazione rispetto a M-1" potrebbe non essere direttamente comparabile con quello del mese precedente a causa della modifica del perimetro a seguito dello scorporo delle attività statunitensi in Victory Capital.

▼ Riviste al ribasso rispetto al mese precedente  
▲ Riviste al rialzo rispetto al mese precedente

## INFORMAZIONI IMPORTANTI

**I contenuti di questa comunicazione hanno carattere puramente informativo.** I dati, le opinioni e le informazioni in essa contenute sono prodotti da Amundi sulla base di fonti considerate affidabili al momento della redazione. Amundi si riserva il diritto di modificare ed aggiornare la presente informativa in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori eventualmente citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non sono da intendere come una comunicazione di marketing, una raccomandazione di investimento, un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o una proposta contrattuale, né come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non rispettano i requisiti di indipendenza imposti per la ricerca finanziaria e non sono sottoposte ad alcun divieto in ordine alla effettuazione di negoziazione prima della diffusione. Le informazioni fornite non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a servizi, strumenti e prodotti finanziari. Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita, diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute. **Investire comporta dei rischi.** Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione relativa al servizio, allo strumento e al prodotto finanziario oggetto dell'operazione, la cui sussistenza è disposta dalla applicabile normativa di legge e regolamentare tempo per tempo vigente. La presente comunicazione non è diretta a "US Person".

Data di primo utilizzo: 7 maggio 2025. DOC ID: 4285688

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée" - SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

Photo credit: Nya-MT @gettyimages

# Amundi Investment Institute

In un mondo sempre più complesso e mutevole, gli investitori hanno espresso la necessità di comprendere meglio il contesto di riferimento e l'evoluzione delle scelte di investimento al fine di definire la loro asset allocation e contribuire a costruire i loro portafogli. Al centro del processo di investimento globale, l'obiettivo di Amundi Investment Institute è quello di fornire leadership di pensiero, rafforzare la consulenza, la formazione e il dialogo costante su questi argomenti in tutte le asset class per tutti i suoi clienti - distributori, istituzioni e imprese. Amundi Investment Institute riunisce le attività di ricerca, strategia di mercato, analisi degli investimenti e consulenza sull'asset allocation di Amundi. Il suo obiettivo è quello di proiettare le opinioni e le raccomandazioni in termini di investimento di Amundi.

## Ultimi aggiornamenti:



- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research
- Real and Alternative Assets

Visit us on



Visit the Research Center

### CHIEF EDITORS



**CLAUDIA BERTINO**  
Head of Amundi  
Investment Insights,  
Publishing and Client  
Development



**LAURA FIOROT**  
Head of Investment  
Insights & Client  
Division



**UJJWAL DHINGRA**  
Senior Specialist -  
Investment Insights  
and Client Division

### THIS EDITION'S CONTRIBUTORS

**POL CARULLA**  
Investment Insights and Client Division  
Specialist

**PAULA NIALL**  
Investment Insights and Client Division  
Specialist

**AIDAN YAO**  
Senior Investment Strategist, Amundi  
Investment Institute

**Amundi**  
Investment Solutions

Trust must be earned