

## Dazi e politica fiscale, il momento della verità

I crescenti timori per gli ampi deficit di bilancio statunitensi, le aspettative d'inflazione dei consumatori e l'escalation del conflitto in Medio Oriente hanno iniziato a scuotere i mercati. Le preoccupazioni per la sostenibilità fiscale sono state ulteriormente aggravate dal «Big Beautiful Bill» del presidente Trump, dal rinnovato interesse per l'espansione fiscale in Europa (tra cui i piani tedeschi di aumentare le emissioni di Bund) e dalle aste dei titoli di Stato giapponesi. Di conseguenza sono aumentati i rendimenti dei bond a lunga scadenza, mentre le azioni hanno dato prova di una certa resilienza.

Per quanto riguarda il futuro, potrebbero emergere alcuni segnali di debolezza. **A meno che non si verifichi un'escalation del conflitto tra Israele e Iran, i riflettori dei mercati rimarranno puntati sui rischi fiscali e sui dazi.** Il grande interrogativo che ci si pone è se gli asset statunitensi diventeranno meno appetibili a causa dei problemi fiscali e della sfida allo status quo lanciata dalle politiche dell'amministrazione Trump, e se sì in che misura.

In futuro assisteremo forse a un cambiamento di questi vecchi paradigmi, ma il processo sarà lungo e la situazione non muterà radicalmente dall'oggi al domani. Per ora la fiducia nelle istituzioni statunitensi e la loro credibilità rimangono intatte, ma potrebbero essere messe in discussione in momenti diversi. Da un punto di vista economico prevediamo che emergeranno i seguenti temi:

- **Rallentamento dell'attività economica negli Stati Uniti;** la crescita – come già previsto – si attesterà attorno all'1,6%. L'attività economica sarà volatile a causa del commercio netto e della debolezza dei consumi. Nella zona Euro prevediamo una crescita delle obbligazioni societarie e un continuo miglioramento del settore manifatturiero. A partire dal 2026, l'accelerazione degli investimenti e della spesa per la difesa e le infrastrutture avrà probabilmente un'influenza positiva sulla crescita. L'incognita principale riguarda in che modo verranno reperiti i finanziamenti necessari.



**VINCENT MORTIER**  
GROUP CIO

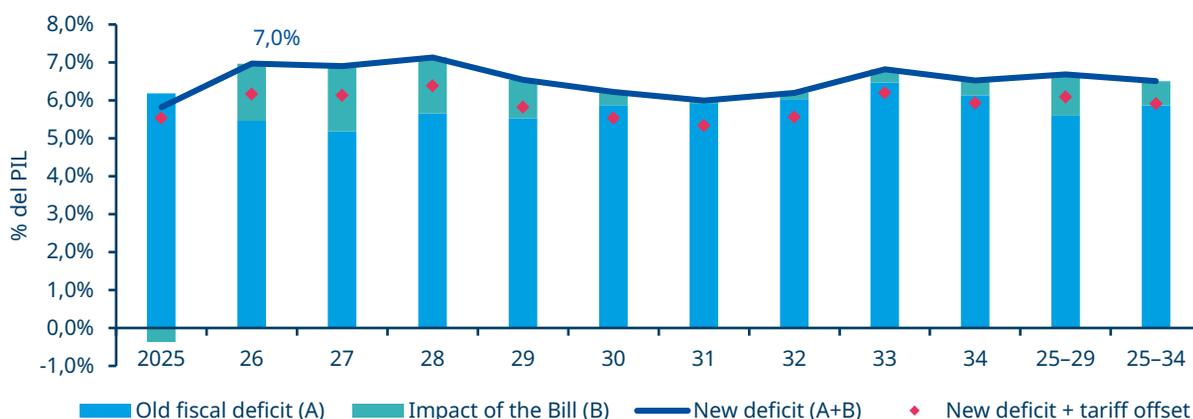


**MONICA DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE



**PHILIPPE D'ORGEVAL**  
DEPUTY GROUP CIO

**Con il Reconciliation Bill della Camera è probabile che nel 2026 il deficit salga al 7% del PIL**



Fonte: Amundi Investment Institute, CBO, giugno 2025. Vecchio deficit = In base alle stime del CBO nel gennaio 2025. Compensazione dei dazi = stimata da fonti esterni come i ricavi derivanti dai dazi. Il Reconciliation Bill è stato approvato a maggio.

*Il ruolo tradizionale di bene rifugio del dollaro statunitense verrà messo in discussione in una fase storica in cui aumentano deficit e indebitamento.*

- **L'impatto dei dazi statunitensi sull'inflazione sottostante sarà graduale.** Finora è stato contenuto, e noi non abbiamo notato incrementi dei prezzi al consumo. Tuttavia stiamo cercando di capire se questi aumenti verranno trasferiti ai consumatori e quale impatto potranno avere sui margini societari se le aziende non riusciranno a trasferirli. Nella zona Euro la situazione dell'inflazione è un po' diversa e sembra che stia effettivamente rallentando.
- **I negoziati relativi al commercio internazionale si faranno sempre più difficili.** Nell'ultimo round dei colloqui a Londra tra Stati Uniti e Cina si è capito che il colosso asiatico continuerà a essere un negoziatore molto ostico. Le imprevedibili politiche commerciali potrebbero rendere meno appetibili gli attivi statunitensi. Nonostante la sezione 899 del «Big Beautiful Bill» (da noi sempre ritenuta una strategia negoziale) sia ormai stata stralciata, misure del genere tendono a fomentare il clima di incertezza e la volatilità sui mercati.
- **Abbiamo rivisto al rialzo le previsioni sulla crescita per alcuni Paesi emergenti come Brasile (2025), Messico (2025) e India (2025 e 2026).** In Cina, alcuni dati recenti - come quelli sulle vendite al dettaglio - sono stati positivi. Tuttavia non rivedremo al rialzo le nostre aspettative sulla crescita cinese finché non osserveremo un trend più continuativo. I sussidi forniti dal governo cinese al comparto dei beni durevoli dovrebbero supportare il settore, ma non appena verrà meno questo effetto l'economia ne risentirà. Confermiamo che in base alle nostre previsioni la crescita si attesterà al 4,3%.

In conclusione rimaniamo leggermente positivi sugli attivi rischiosi, ma riteniamo sia necessaria una disciplina ancora più rigorosa riguardo alle valutazioni. Il mix crescita/inflazione appare meno problematico e non prevediamo una recessione degli utili societari. Tuttavia, la direzione fiscale e il potenziale impatto dell'incertezza sui dazi e dei conflitti geopolitici sull'economia fanno presagire un'elevata volatilità.

## Amundi Investment Institute: le banche centrali e il dollaro

**La Fed, com'era prevedibile, ha adottato una tattica attendista.** Confermiamo la nostra previsione di tre tagli ai tassi di interesse da parte della banca centrale americana nel 2025. La crescita economica rimarrà probabilmente inferiore al potenziale e le condizioni del credito e della liquidità sul mercato sono ancora buone. Tuttavia, gli aumenti dei prezzi dovuti ai dazi sulle importazioni negli Stati Uniti e il persistente rialzo dei prezzi del petrolio (ma questo non è il nostro scenario di base) causato dalle tensioni geopolitiche nel Medio Oriente potrebbero rafforzare le spinte inflazionistiche. Per quanto riguarda la BCE e la BoE manteniamo la nostra opinione di due tagli ai tassi di interesse nel 2025. La banca centrale giapponese è invece alle prese con problemi come l'inflazione e la volatilità dei rendimenti. I rendimenti reali sono però ancora bassi. Prevediamo quindi un nuovo rialzo dei tassi a ottobre, che entro fine anno dovrebbero così attestarsi allo 0,75%.\*

Il dollaro sta finendo sotto pressione perché sta venendo meno la superiorità della crescita statunitense e perché l'indebitamento (e il deficit) del governo a stelle e a strisce continuano a salire. Per via del cambiamento delle correlazioni tra dollaro e azioni statunitensi, il biglietto verde non è più un fattore di diversificazione come lo era in passato. Ciò nonostante, non è da escludere sul breve termine un consolidamento del dollaro come conseguenza delle tensioni derivanti dai conflitti globali. Va comunque sottolineato che si tratta di un cambiamento importante rispetto a un trend che proseguiva da anni. Prevediamo che il cambio EUR/USD raggiungerà 1,20 nel secondo trimestre del 2026.

*L'accumulo del debito e l'aumento del deficit sono fenomeni che accomunano Stati Uniti, Europa e Giappone. Ciò avrà delle conseguenze per il segmento lungo della curva dei rendimenti che probabilmente finirà sotto pressione.*

**MONICA DEFEND**

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

\*Proiezioni al 20 giugno 2025

Visto il contesto economico illustrato sinora, presentiamo quelle che sono le nostre principali convinzioni d'investimento.

- **I timori fiscali e sull'indebitamento stanno crescendo, ma nel reddito fisso esistono ancora alcune opportunità legate all'irripidimento della curva.** Nell'ambito di un approccio complessivamente flessibile, abbiamo adottato una posizione neutrale sull'Unione europea. Il carry nel credito societario è attraente, tuttavia siamo consapevoli della divergenza tra le società con un rating basso e quelle con un rating alto e tra le società grandi e quelle piccole. Rimaniamo positivi sulle obbligazioni investment grade, soprattutto quelle delle banche dell'Unione europea.
- **Negli Stati Uniti le azioni hanno ignorato gli scenari negativi e dato prova di buona tenuta.** Le valutazioni sono salite in modo considerevole, mentre quelle in Giappone e in Europa sono attorno alla media. Adesso che siamo appena entrati nel secondo semestre è importante osservare quali società riusciranno a trasferire i costi ai consumatori e a preservare i margini. Di conseguenza le valutazioni e la qualità avranno un ruolo di fondamentale importanza.
- **I mercati emergenti in un contesto di forte crescita e di indebolimento del dollaro.** La volatilità del commercio internazionale può essere affrontata approfondendo alcune opportunità sul fronte domestico. La Cina rappresenta un caso complesso: gli ultimi dati economici sono ottimi ma rimaniamo neutrali sulle azioni in attesa di un miglioramento duraturo. Al momento stiamo esplorando altre parti dell'Asia, i Paesi dell'America Latina e i Paesi europei emergenti alla ricerca di opportunità nelle azioni e nel credito.
- **In un'ottica multi-asset non prevediamo una recessione negli Stati Uniti;** l'Europa, il Giappone e i Paesi emergenti stanno mettendo a segno una crescita ragionevole. Permangono comunque i rischi legati alle valutazioni eccessive, alla ripresa dell'inflazione, al deficit fiscale e alla geopolitica. Abbiamo riequilibrato leggermente la nostra posizione sulla duration e rimaniamo positivi sul rischio, adottando tuttavia maggiori cautele.

*Il mutare delle correlazioni tra asset class ci induce a riconsiderare l'approccio tradizionale, soprattutto alla luce delle elevate valutazioni azionarie.*

## Sentiment complessivo sul rischio

Risk off



Risk on

Lo scenario economico complessivo prevede una discreta crescita economica, ma i mercati sembrano scontare uno scenario perfetto in materia di crescita, inflazione e dazi. In questa fase preferiamo non aumentare il rischio.

### Variazioni rispetto al mese precedente

- **Obbligazioni governative:** rimaniamo complessivamente costruttivi sulla duration, ma rivediamo leggermente al ribasso la duration nell'UE portandola a neutrale.
- **Multi-asset:** siamo ora meno positivi sulle obbligazioni societarie e riteniamo sia ancora più indispensabile dotarsi di strumenti di copertura sulle azioni. Nel reddito fisso, abbiamo rivisto al rialzo la nostra opinione positiva sulla duration statunitense.
- **Valute:** siamo ora prudenti sul dollaro e positivi sull'euro.

*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

## Mantenere un'allocazione orientata al rischio dotandosi di strategie di copertura

Le condizioni macroeconomiche, la liquidità e la crescita sono ragionevolmente favorevoli agli attivi rischiosi e anche le prospettive degli utili societari sono discrete. Nel secondo semestre si vedrà tuttavia se le aziende riusciranno a trasferire i costi più elevati ai consumatori. Questo fattore, nonché le valutazioni elevate degli attivi rischiosi e le incertezze geopolitiche, potrebbero portare a un certo consolidamento ma non a un crollo dei mercati. Manteniamo il nostro atteggiamento positivo verso gli attivi rischiosi e riteniamo che gli investitori farebbero bene a valutare un rafforzamento delle coperture.

Le azioni hanno dimostrato una buona tenuta nonostante le politiche ambigue sui dazi e le tensioni geopolitiche. Sappiamo che le valutazioni stanno diventando costose, soprattutto negli Stati Uniti, ma vi sono fattori come la crescita degli utili e una discreta attività economica che ci rendono nel complesso costruttivi sui titoli statunitensi a media capitalizzazione, sulla zona Euro e sul Regno Unito. È inoltre preferibile dotarsi di migliori coperture nei confronti dei titoli statunitensi. Per quanto riguarda i Paesi emergenti abbiamo un'opinione costruttiva sulla Cina, in particolare sul settore tecnologico.

Siamo positivi sulla duration ma abbiamo apportato lievi aggiustamenti. Abbiamo poi rivisto la nostra opinione sui Treasury quinquennali USA, in linea con le attese che la Fed taglierà i tassi di interesse con maggiore frequenza di quanto scontato dai mercati. Il segmento lungo della curva dei rendimenti potrebbe finire sotto pressione a causa dell'aumento del deficit. Non siamo invece più costruttivi sugli eurobond a cinque anni, mentre rimaniamo positivi su quelli a dieci anni che dovrebbero beneficiare dei timori sulla crescita globale. Siamo anche ottimisti sui gilt decennali e sui BTP italiani, mentre siamo prudenti sul Giappone. Nel credito siamo meno positivi sulle obbligazioni Investment Grade vista l'incertezza sull'esito dei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Unione europea. Questa asset class rimane quella più interessante nel comparto del credito dei Paesi sviluppati. Infine siamo positivi sugli spread dei Paesi emergenti.

L'attuale contesto di incertezza e le valutazioni elevate dei titoli azionari statunitensi confermano la necessità di potenziare le strategie di copertura del portafoglio. Per quanto riguarda le valute, manteniamo un atteggiamento cauto sul dollaro pur riconoscendo che si tratta di una posizione ormai ampiamente diffusa. Infine, i metalli preziosi, in particolare l'oro, rappresentano uno strumento di protezione e diversificazione coerente con l'attuale allocazione orientata al rischio.

## AUTORI

**FRANCESCO SANDRINI**

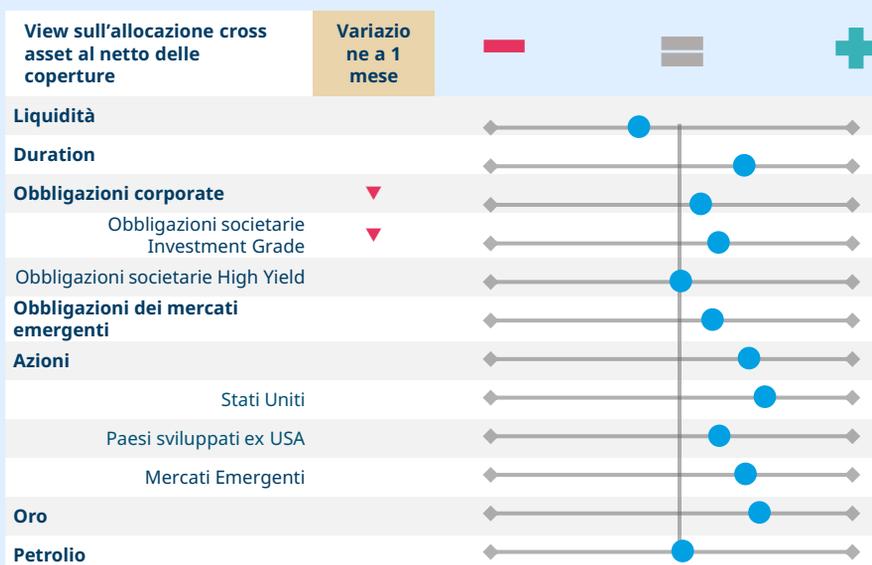
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

**JOHN O'TOOLE**

HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

*"Siamo ora più costruttivi sui Treasury quinquennali, consapevoli che l'elevato debito pubblico rappresenta un rischio per il segmento lungo della curva dei rendimenti."*

### View d'investimento multi-asset di Amundi



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

Fonte: Amundi al 24 giugno 2025 Variazioni a un mese rispetto al mese precedente. 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.

## View di Amundi sulle classi di attività

## View sulle azioni

Equities	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US					◆					
<i>US Growth</i>			◆							
<i>US Value</i>							◆			
Europe								◆		
<i>Europe SMID</i>								◆		
Japan							◆			
EM							◆			
Global Factors	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Growth					◆					
Value							◆			
Small Cap						◆				
Quality						◆				

## View sul reddito fisso

Duration	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US						◆				
EU	▼					◆				
UK								◆		
Japan				◆						
<b>Overall</b>							◆			
Credit	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US IG						◆				
US HY				◆						
EU IG								◆		
EU HY						◆				
<b>Overall</b>							◆			
FX	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
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 **18 giugno 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.

## View sui mercati emergenti

EM Bonds	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
China gov.						◆				
India gov.								◆		
EM HC								◆		
EM LC									◆	
EM corp.								◆		
EM Equity	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
EM							◆			
<i>EM Asia</i>							◆			
<i>Latin America</i>								◆		
<i>Emerging EMEA</i>								◆		
EM-ex China							◆			
China						◆				
India							◆			

Fonte: Riepilogo delle opinioni espresse dal comitato d'investimento globale durante l'ultima riunione tenutasi il 18 giugno 2025

▼ 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: 30 giugno 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: Unya-MT @gettyimages