

Un'estate di apparente bonaccia, con correnti turbolente sotto la superficie

Ad agosto le azioni statunitensi hanno toccato nuovi massimi. I mercati europei sono invece ritornati quasi ai livelli di marzo e si è osservata una compressione degli spread delle obbligazioni societarie. Il sentiment ha beneficiato delle aspettative delle spese per gli investimenti nell'intelligenza artificiale, dell'ottima stagione delle trimestrali statunitensi e dell'atteggiamento relativamente espansivo della Fed a Jackson Hole. I mercati, come quello del lavoro, sembrano però ignorare i rischi relativi all'attività economica, le pressioni politiche sulla Fed, i deficit fiscali e i margini societari.

Riteniamo che i seguenti temi avranno un impatto sui mercati:

- **I dazi peseranno più sulla crescita statunitense che sull'inflazione.** Le spinte inflazionistiche saranno probabilmente temporanee, ma potrebbero emergere in modo graduale, interessando in fasi successive beni e servizi. La crescita rimarrà debole quest'anno e nel 2026 a causa di un raffreddamento del mercato del lavoro e di un rallentamento della crescita dei salari, due fenomeni non ancora chiaramente visibili. Negli ultimi mesi dell'anno, l'aumento dell'inflazione nel breve termine peserà sui consumi. Anche la zona Euro risentirà dei dazi, ma la BCE manterrà le sue misure a sostegno dell'economia. Nella seconda parte dell'anno la crescita sarà più debole che nella prima. La domanda interna tiene, sostenuta dalla crescita dei salari reali, ma i rischi legati alle esportazioni sono alti.
- **La FED, oggetto di crescenti pressioni politiche, sta spostando la sua attenzione dall'inflazione alla crescita.** Nel complesso manteniamo la nostra previsione che la Fed taglierà tre volte i tassi di interesse nel 2025 (primo taglio nel mese di settembre), visto e considerato l'indebolimento dell'economia e la sua rinnovata attenzione nei confronti dell'occupazione. La BCE probabilmente porterà avanti una politica monetaria che dipenderà dai dati e rimarrà aperta a operare tagli dei tassi nei prossimi mesi.



VINCENT MORTIER
GROUP CIO

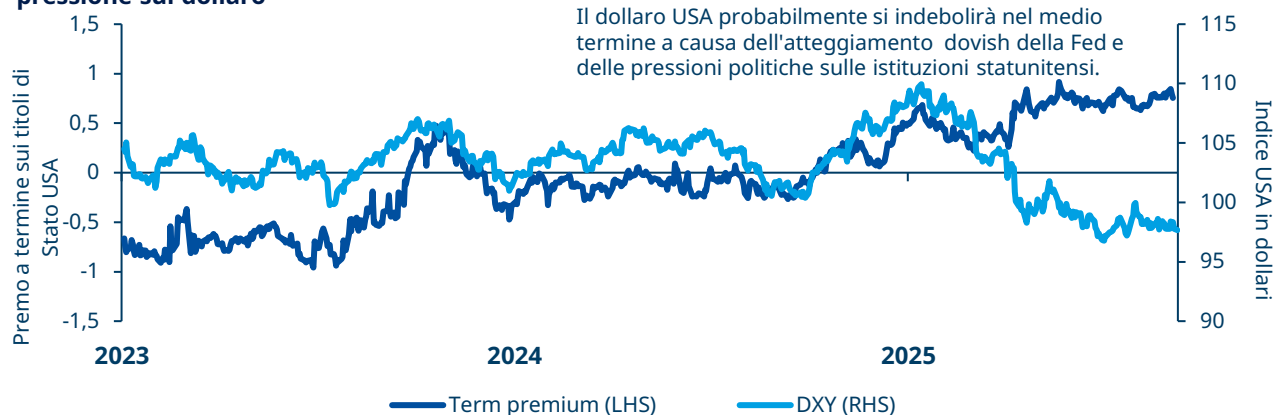


MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE



PHILIPPE D'ORGEVAL
DEPUTY GROUP CIO

Con una Fed dovish, il premio al rischio più alto sugli asset statunitensi continuerà a esercitare una pressione sul dollaro



Fonte: Amundi Investment Institute Bloomberg all'8 settembre 2025 Adrian Crump & Moench Premio a termine sui Treasury decennali

*Un premio al rischio
più alto sugli attivi
USA (dollaro,
Treasury) avrà
alcune implicazioni
per la costruzione
del portafoglio
visto il loro ruolo
tradizionale
nell'asset allocation*

- **Crescita nei mercati emergenti rivista leggermente al rialzo per il 2025 (4,2%) rispetto alle nostre proiezioni di luglio.** Le pressioni esterne sulla Cina si sono un po' allentate e quindi abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime sulla crescita per quest'anno portandole attorno al 4,8%. Si tratta di un target più in linea con quello fissato dal governo, anche se a nostro avviso proseguirà il rallentamento congiunturale per via della persistente debolezza della domanda interna. **L'approccio transazionale di Trump, che riguarda anche i dazi, potrebbe imprimere un'accelerazione al multilateralismo e a un mondo multi-polare** (ad es. i BRIC), producendo un risultato antitetico a quelle che sono le intenzioni dichiarate dal presidente americano. La crescita dell'India dipende ad esempio più dai suoi consumi interni che dalla crescita delle esportazioni. Crediamo che l'impatto negativo dei dazi USA sulla crescita sarà attenuato dalle misure fiscali, tra cui la razionalizzazione e la riforma dell'imposta sui beni e sui servizi che spingerà i consumi interni.
- **Rischi di politica fiscale poco oculata derivanti da una crescente traiettoria del debito nei Paesi sviluppati e pressioni sui margini societari statunitensi dovute ai dazi.** In questa fase l'aspetto che potrà pesare maggiormente sugli utili societari è, a nostro avviso, l'effetto dei dazi, ovvero ci si chiede se le aziende riusciranno ancora a trasferire i costi così da evitare un'erosione dei margini. Stiamo quindi seguendo con attenzione la dinamica tra i prezzi alla produzione negli Stati Uniti e i prezzi al consumo.

Per ricapitolare, i riflettori dei mercati saranno puntati sul pesante indebitamento dei Paesi sviluppati, sulle pressioni politiche esercitate sulle istituzioni statunitensi e sulla necessità di maggiori interventi da parte dei decisori politici in Europa, mentre nei Paesi emergenti la crescita sta migliorando in modo selettivo. Notiamo anche una certa indifferenza dei mercati statunitensi che sembrano non prendere in considerazione i rischi che noi stiamo monitorando. Visto il contesto manteniamo il nostro approccio leggermente favorevole al rischio.

Amundi Investment Institute: riflettori puntati sull'irripidimento della curva dei rendimenti e sugli utili societari

Le aspettative di rialzo dell'inflazione, di un aumento dei deficit di bilancio e di un premio per la scadenza più alto eserciterebbero pressioni rialziste sui rendimenti del segmento lungo della curva, mentre l'allentamento monetario determinerebbe un calo dei rendimenti sul segmento breve. Prevediamo che l'irripidimento della curva proseguirà nella maggior parte dei Paesi sviluppati come Stati Uniti, Giappone e Regno Unito. In Europa, i piani di spesa fiscale in Germania e le riforme dei sistemi pensionistici, soprattutto in Olanda, eserciteranno probabilmente delle pressioni sul segmento lungo della curva dei rendimenti.

Gli utili societari statunitensi nel secondo trimestre hanno battuto di gran lunga le aspettative grazie alla performance del settore dei servizi per le comunicazioni e della tecnologia dell'informazione che hanno spinto ulteriormente al rialzo i listini azionari. Per quanto riguarda il futuro, pensiamo che a brevissimo termine le prospettive di mercato saranno determinate da fattori macroeconomici (mercato del lavoro ed eventuali spinte inflazionistiche negli Stati Uniti) e dalla politica monetaria.

Crediamo che i timori sul deficit fiscale, le aspettative d'inflazione e l'allentamento monetario continueranno a guidare l'irripidimento della curva dei rendimenti nei Paesi sviluppati, in particolare negli Stati Uniti.

MONICA DEFEND

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Le condizioni del credito sono stabili e la dinamica dei mercati è solida, ma questo quadro potrebbe mutare qualora gli utili societari risultino deludenti. Abbiamo un approccio bilanciato e leggermente positivo sugli attivi rischiosi:

- **Per quanto riguarda l'obbligazionario, i mercati seguiranno con attenzione i timori per la spesa fiscale, l'inflazione e le politiche espansive delle banche centrali.** Abbiamo una posizione complessivamente neutrale sulla duration, ma non escludiamo un irripidimento della curva dei rendimenti. Nel credito societario siamo leggermente meno positivi sulle obbligazioni societarie europee di grado elevato, ma le loro valutazioni continuano a essere interessanti.
- **I rischi di concentrazione nell'azionario statunitense sono elevati e qualsiasi dato che evidenzia la debolezza dell'economia potrebbe incrementare la volatilità.** Preferiamo quindi mantenere un approccio diversificato e globale a favore dell'Europa, del Regno Unito e del Giappone. Stiamo anche osservando se la volatilità in queste regioni potrebbe offrire opportunità di stock picking di elevata qualità.
- Viste le **aspettative di una crescita positiva degli utili nei mercati emergenti** e visto l'indebolimento del dollaro manteniamo una view costruttiva sulla narrativa di una crescita strutturale dei mercati emergenti mentre continuiamo a seguire gli sviluppi del commercio mondiale. Confermiamo inoltre che le nostre opinioni tengono conto in maniera rilevante dei fattori idiosincratici. Siamo positivi su America Latina e sui Paesi emergenti asiatici. Siamo costruttivi sul reddito fisso grazie alla politica espansiva della Fed e al fatto che l'inflazione è generalmente sotto controllo nei Paesi emergenti.
- Per quanto riguarda gli investimenti multi-asset, **prendiamo in considerazione la complessità dell'attuale contesto economico globale** e, di conseguenza, manteniamo un approccio bilanciato in cui sono leggermente sovrappesati attivi rischiosi come le azioni dei mercati emergenti. Manteniamo un orientamento positivo sui titoli di Stato e su materie prime come l'oro.

Le valutazioni, le potenziali pressioni sui margini derivanti dai dazi negli ultimi mesi dell'anno e la crescita inferiore al potenziale negli Stati Uniti ci impediscono di incrementare il nostro posizionamento sugli attivi rischiosi.

Sentiment complessivo sul rischio

Risk off

Risk on



Mentre stiamo entrando in una fase di rallentamento, ma non di grave peggioramento delle prospettive di crescita economica, manteniamo un approccio globale moderatamente costruttivo sugli attivi rischiosi che è guidato più dai fondamentali che dall'euforia dei mercati.

Variazioni rispetto al mese precedente

- **Obbligazioni governative:** il nostro orientamento sulle obbligazioni societarie Investment Grade è leggermente meno favorevole ma rimane comunque positivo.
- **MULTI-ASSET:** per quanto riguarda l'azionario, siamo più positivi sui mercati emergenti e, da un punto di vista tattico, neutrali sull'Europa.
- **Valute:** siamo neutrali, da un punto di vista tattico, sul dollaro statunitense e, nel breve periodo, prudenti sull'euro dopo il recente vigore della moneta unica. Il dollaro, nonostante le aspettative di una sua debolezza nel medio termine, ci sembra stia attraversando al momento una fase di consolidamento.

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

Posizionamento favorevole al rischio con una rotazione verso i Paesi emergenti

Nel corso dell'estate non sono giunti dagli Stati Uniti o dall'Europa dati economici particolarmente preoccupanti e quindi i mercati hanno mantenuto una relativa calma. Abbiamo tuttavia notato un peggioramento del mercato del lavoro americano malgrado la conferma di dazi più alti. Questi due fattori dovrebbero esercitare pressioni sui consumi, motivo per cui confermiamo le nostre stime su un rallentamento della crescita negli Stati Uniti. La politica monetaria sembra invece essere accomodante sia nell'Unione Europea, sia negli Stati Uniti. Siamo quindi leggermente ottimisti sugli attivi rischiosi - anche su quelli dei Paesi emergenti - e visti i rischi geopolitici e il peggioramento dei bilanci sono opportune coperture azionarie e in oro.

Siamo positivi sulle azioni, incluse quelle statunitensi (con un mix bilanciato tra titoli a media e alta capitalizzazione), e leggermente positivi sul Regno Unito, ma da un punto di vista tattico abbiamo declassato l'Europa a neutrale (i dazi potrebbero pesare sugli utili societari) per aumentare le nostre aspettative sui mercati emergenti che offrono un ampio paniere di mercati, tra cui l'India. Noi siamo ottimisti su questi Paesi perché dovrebbero beneficiare dell'indebolimento del dollaro e del probabile taglio dei tassi di interesse a breve da parte di una Fed dovish. Rimaniamo ottimisti anche sulla Cina, ma abbiamo ampliato i nostri orizzonti fino a includere altri Paesi emergenti. I timori dei regolatori per il forte rally dei mercati potrebbero favorire una correzione nel breve periodo.

Da mesi siamo positivi sui titoli di Stato dei Paesi sviluppati in un contesto di calo generalizzato dell'inflazione e di politica espansiva delle banche centrali. Visti i timori sul deficit fiscale, ad esempio negli Stati Uniti, preferiamo concentrarci sui segmenti intermedi della curva dei rendimenti (5 anni). Siamo positivi sulla duration statunitense ed europea e ci piacciono i BTP. Nel Regno Unito la crescita sarà probabilmente inferiore alle stime di consenso e la decisione della BoE dovrebbe supportare una certa compressione del differenziale di interesse tra i titoli di Stato britannici e quelli statunitensi. Per contro, rimaniamo prudenti sui titoli di Stato giapponesi. Siamo invece ancora costruttivi sulle obbligazioni Investment Grade nell'Unione europea e nei Paesi emergenti.

In un contesto di rischi crescenti di concentrazione, riteniamo ancora più necessario dotarsi di coperture sulle azioni statunitensi e potrebbero essere utili anche altri tipi di copertura nel caso di volatilità degli attivi rischiosi. Per quanto riguarda le valute, siamo prudenti sul dollaro statunitense, mentre siamo positivi su corona norvegese e yen. Per quanto riguarda i Paesi emergenti, preferiamo le valute dell'America Latina al renminbi.

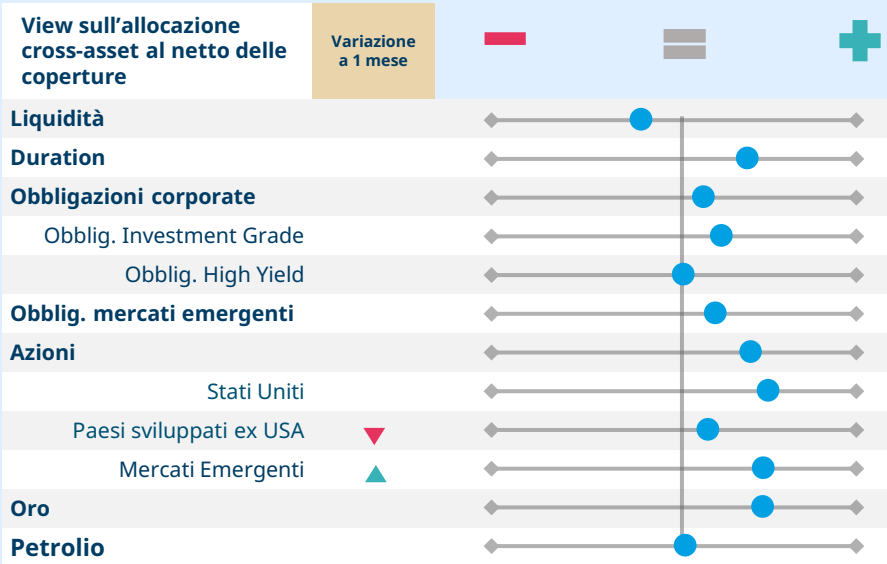
AUTORI

FRANCESCO SANDRINI
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

"Gli investitori, pur mantenendo un atteggiamento costruttivo sul rischio, dovrebbero esplorare alcune opportunità di rotazione, ad esempio verso i Paesi emergenti, tenendo conto dell'evoluzione del contesto macroeconomico"

View d'investimento multi-asset di Amundi



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

Fonte: Amundi al 3 settembre 2025. Variazioni a 1 mese. 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					◆					
US Growth			◆							
US Value							◆			
Europe								◆		
Europe SMID								◆		
Japan							◆			
EM							◆			

Global Factors	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Growth					◆					
Value							◆			
Small Cap						◆				
Quality						◆				
Low volatility							◆			

View sul reddito fisso

Duration	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US						◆				
EU						◆				
UK								◆		
Japan				◆						
Overall						◆				

Credit	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US IG						◆				
US HY				◆						
EU IG	▼						◆			
EU HY						◆				
Overall	▼						◆			

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 3 settembre 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 govt.						◆				
India govt.								◆		
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 3 settembre 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 contenuti 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 settembre 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.
Photo credit: Unya-MT @gettyimages