

Ritorna la leva fiscale in un contesto globale incerto

L'ambiguità relativa ai dazi americani e alla loro implementazione sta suscitando forti timori tra le imprese e i consumatori che potrebbero pesare sulla crescita economica nel medio-lungo termine e avere un effetto temporaneo sull'inflazione. Il triplice effetto creato dall'incertezza, dalle valutazioni elevate dei titoli azionari statunitensi e dagli annunci fiscali al di fuori degli Stati Uniti ha prodotto una divergenza tra le performance dei listini azionari negli Stati Uniti, in Europa e in Cina. La mutata posizione dell'Europa ha determinato un repricing dei rendimenti. Per quanto riguarda le prospettive future, prevediamo che l'espansione fiscale e l'incertezza commerciale potrebbero avere questi effetti:

- **Rilancio dell'autonomia strategica in Europa.** Le manovre di Trump stanno avendo sull'Europa l'effetto di un campanello d'allarme. Il bazooka fiscale tedesco e le iniziative europee sulla difesa, se indirizzate correttamente, potrebbero cambiare radicalmente le carte in tavola per quanto riguarda la crescita della regione, ma ci vorrà tempo per vedere i risultati in un contesto in cui permangono i rischi legati ai dazi. L'impatto di queste misure sulla crescita si vedrà dopo il 2025. Per ora non modifichiamo le nostre previsioni.
- **Non ci sarà una recessione negli Stati Uniti, ma i rischi di downside sono in aumento.** L'effetto dei dazi sulla crescita statunitense rappresenta un'altra fonte di preoccupazione in un momento in cui l'economia sta già frenando. Questo quadro meno roseo è confermato anche dalla recente revisione al ribasso della crescita nel 2025 effettuata dalla Fed. Stiamo monitorando in che modo una crescita potenzialmente più lenta potrebbe impattare gli utili societari. Il primo semestre avrà un'importanza cruciale.
- **Gli stimoli del governo cinese, pur non riuscendo a rilanciare l'economia, sono riusciti a mantenere un sentiment positivo.** Abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime sulla crescita del PIL dal 4,1% al 4,4% (2025) e dal 3,6% al 3,9% (2026) visto il forte moltiplicatore fiscale.



VINCENT MORTIER
GROUP CIO



MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE

Nel lungo termine l'espansione fiscale tedesca potrebbe fare da volano alla crescita economica



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg, Eurostat, i dati sulla crescita e sul saldo fiscale per la Germania sono aggiornati al 20 marzo 2025. Un saldo fiscale positivo significa che le entrate del governo sono superiori alle aspettative, mentre un saldo negativo significa che le uscite sono superiori alle aspettative.

In una fase in cui il Presidente Trump è disposto a sacrificare la crescita statunitense nel breve periodo, l'Europa invia segnali fiscali espansivi. Ciò non significa che si devono ridurre i rischi, ma è **consigliabile proseguire la rotazione dai titoli a grande capitalizzazione statunitensi** e lo spostamento verso le aree che presentano buone valutazioni e resilienza degli utili nell'azionario e nel credito. Di seguito esponiamo le nostre view sulle classi di attivi:

- **Approccio flessibile e globale alla duration nel reddito fisso.** La missione della Fed relativa al controllo dell'inflazione e l'incertezza sulla crescita legata ai dazi hanno suscitato un dibattito sulla duration. Noi crediamo che se la Fed sarà costretta a scegliere, probabilmente propenderà per la crescita. Rimaniamo flessibili sui Treasury statunitensi e preferiamo i segmenti intermedi della curva dei rendimenti negli Stati Uniti. Siamo positivi sul Regno Unito e sulla Gran Bretagna e crediamo che le Banche centrali continueranno a tagliare i tassi di interesse. Per quanto riguarda le obbligazioni societarie, notiamo una ragionevole domanda di carry di elevata qualità. Preferiamo le obbligazioni Investment Grade europee a quelle High Yield e i titoli finanziari a quelli non finanziari, mentre negli Stati Uniti diamo la priorità a quei segmenti dove gli spread sono ampi e che compensano il rischio di liquidità. Preferiamo inoltre i *leveraged loan* alle obbligazioni High Yield.
- **Sfruttare le rotazioni e diversificare l'esposizione alle azioni.** L'effetto Trump e il restringimento del divario, in termini di utili, tra i titoli a larga capitalizzazione e il resto del mercato, hanno spinto gli investitori a liquidare i titoli statunitensi troppo costosi. Il nostro focus rimane sui titoli Quality, Value e sui difensivi. Per quanto riguarda i titoli industriali crediamo che le valutazioni non siano molto interessanti, mentre esistono potenziali opportunità in quelle aree che potrebbero beneficiare degli stimoli in Europa (Germania). La buona tenuta degli utili sarà un elemento fondamentale da cui dipenderà la futura sovraperformance o meno dei titoli europei. Nel complesso privilegiamo le società in grado di dettare i prezzi e con bilanci solidi.
- **Rimaniamo costruttivi visto l'indebolimento dell'eccezionalismo statunitense e la crescita robusta dei mercati emergenti.** Per quanto riguarda le obbligazioni in valuta forte e le obbligazioni societarie, siamo molto selettivi: ci piacciono quelle storie dove i fondamentali e le azioni hanno un potenziale di miglioramento e abbiamo rivisto la nostra posizione sui Paesi europei emergenti.
- **Cross asset, sfruttare le opportunità in Asia.** Preferiamo assumere rischi di buona qualità nel reddito fisso e nelle azioni e abbiamo aumentato la nostra esposizione alle azioni dei mercati emergenti attraverso Cina e India. Se da un lato l'economia cinese dovrebbe beneficiare degli stimoli del governo, dall'altro le valutazioni dei titoli azionari indiani sono migliorate e l'India rimane una storia di lungo periodo sui consumi interni. Abbiamo inoltre rivisto leggermente al ribasso la nostra posizione sulla duration statunitense. Infine, crediamo che l'oro e le coperture azionarie siano importanti per contrastare la volatilità.

Manteniamo un posizionamento ben diversificato e un'opinione positiva sulla duration europea. Manteniamo anche una leggera propensione al rischio e non vediamo segnali di pericolo relativi a eventi di liquidità o potenziali rischi di credito.

Sentiment complessivo sul rischio

Risk off

Risk on



Rimaniamo leggermente positivi sul rischio in un contesto in cui non è attesa una recessione negli Stati Uniti. Va soprattutto monitorato in che modo i rischi di downside potrebbero impattare gli utili societari.

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 del comitato d'investimenti globale che si è tenuta il 20 marzo 2025. 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.

Variazioni rispetto al mese precedente

- **Cross-asset:** siamo più positivi sulle azioni dei Paesi emergenti e abbiamo ricalibrato la nostra posizione sulla duration statunitense.
- **Azioni:** rimaniamo leggermente positivi: siamo più costruttivi sui titoli azionari dei Paesi emergenti, mentre lo siamo di meno su quelli dei Paesi sviluppati.

Tre domande scottanti

1

Quale sarà l'andamento dell'economia statunitense in un contesto dominato dai dazi?

A nostro avviso i dazi sulle importazioni negli Stati Uniti avranno un effetto negativo non tanto sull'inflazione, quanto sui consumi domestici perché agiscono come una tassa sul reddito disponibile. Se la crescita negli Stati Uniti sarà debole nel primo e nel secondo trimestre, la fiducia dei mercati potrebbe risentirne durante il resto dell'anno. Anche se stanno aumentando i timori di una recessione negli Stati Uniti, non crediamo che quest'anno si verificherà. La politica fiscale è ragionevole: la Fed continuerà a tagliare i tassi e i prezzi del petrolio sono stabili, due motivi per cui tendiamo a escludere una recessione.

Conseguenze sugli investimenti

- Duration: quasi neutrali
- Azioni: prudenti sui titoli Growth e sui tecnologici, positivi sui titoli Value

2

La politica commerciale statunitense influenzerà le decisioni della Fed?

L'incertezza sulle politiche commerciali del presidente Trump ha già avuto un impatto sulle aspettative dei mercati riguardo ai tagli dei tassi d'interesse operati dalla Fed nel corso del 2025. Pur rimanendo convinti che la banca centrale americana taglierà i tassi tre volte, se l'incertezza politica rimarrà alta e frenerà la crescita dell'economia, la Fed si vedrà costretta a rispondere con altri interventi espansivi. Per ora la banca centrale USA ritiene che l'impatto dei dazi sarà transitorio e preferisce mantenere una politica attendista, motivo per cui nell'ultima riunione ha deciso di mantenere i tassi di interesse invariati. In Europa, la politica fiscale espansiva farà salire i rendimenti obbligazionari (riducendo il divario con gli USA), ma secondo noi la BCE disporrà ancora dei margini di manovra per continuare a tagliare i tassi di interesse. La sua recente decisione di rivedere al ribasso le stime sulla crescita della zona Euro va in questa direzione.

Conseguenze sugli investimenti

- Fed: tre tagli ai tassi di interesse (ognuno di un quarto di punto) che porterà entro fine anno il range superiore al 3,75%.
- BCE: tre tagli ai tassi con un il tasso sui depositi che raggiungerà l'1,75%.

3

Che cosa succederà al dollaro statunitense e all'euro?

Da tempo sosteniamo che il vigore del dollaro è dovuto in parte all'eccezionalismo della crescita americana e alla politica della Fed sui tassi di interesse. Non stupisce quindi che quest'anno la debolezza del biglietto verde sia causata dai timori sulla crescita e dalle incertezze sulle politiche di Trump (qualcosa a cui il mercato non è abituato). Al contempo, la mutata politica fiscale in Europa ha spinto al rialzo l'euro. Se la regione continuerà in questa direzione la moneta unica ne beneficerà. In caso di convergenza tra la crescita statunitense e quella di altre parti del mondo, l'eccezionalismo statunitense di cui ha beneficiato il dollaro verrà messo in discussione.

Conseguenze sugli investimenti

- Il nostro obiettivo per EUR/USD è di 1,13 entro la fine dell'anno.

Le azioni statunitensi appaiono sopravvalutate, e intanto aumentano i timori per l'impatto dei dazi sull'economia. Tuttavia, gli investitori possono trovare delle opportunità sia a livello settoriale, sia a livello di titoli sul mercato USA, e potrebbero diversificare puntando su mercati azionari meno costosi.

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE



MULTI-ASSET

Ricalibrare e fare spazio ai Paesi emergenti

Il peggioramento dei dati economici negli Stati Uniti, senza una recessione, indica la disponibilità del presidente Trump a sacrificare la crescita economica negli Stati Uniti nel breve termine, motivo per cui la Fed cercherà di captare eventuali segnali di sofferenza. La Cina invece sta mostrando chiari segnali di supporto fiscale, mentre in Europa i capi di governo si stanno rendendo conto che hanno bisogno di stimoli fiscali per diventare autosufficienti e sviluppare le infrastrutture e la difesa. Ciò non vuol dire che si devono ridurre i rischi, ma che è consigliabile effettuare un'ulteriore rotazione dai titoli a grande capitalizzazione statunitensi, **puntando nuovamente sull'Europa e sull'Asia**. Al contempo preferiamo mantenere un atteggiamento diversificato tramite le obbligazioni e l'oro così da far fronte alla volatilità dei mercati e disporre di sufficienti coperture per ridurre gli effetti della volatilità.

Sulle azioni, nell'ambito di un approccio complessivamente attivo, rimaniamo positivi sulla zona Euro e sul Regno Unito che offrono la possibilità di diversificare all'interno della regione europea. Siamo costruttivi anche sugli Stati Uniti nonostante alcuni segmenti costosi, con alcune coperture per proteggersi dalla volatilità nel breve termine. Per quanto riguarda i Paesi emergenti abbiamo rivisto al rialzo la nostra opinione sul mercato interno cinese viste le misure di sostegno varate dal governo. Inoltre siamo leggermente più positivi anche sull'India viste le valutazioni più interessanti (rispetto all'anno scorso) e la sua crescita robusta che è relativamente impermeabile ai timori sui dazi.

Per quanto riguarda i titoli di Stato, abbiamo modificato la nostra posizione sulla duration statunitense e sull'irripidimento della curva dei rendimenti, rimaniamo positivi sul segmento a 5 anni, mentre non siamo più cauti su quello a trent'anni. Il rallentamento dell'inasprimento quantitativo della Fed, i segnali di un contenimento delle spese fiscali e l'indebolimento della crescita potrebbero esercitare pressioni ribassiste sui rendimenti. Siamo ottimisti sulla duration dei titoli di Stati core europei e britannici e anche sulla posizione relativa sui BTP rispetto ai Bund tedeschi. In Asia siamo prudenti sulle obbligazioni giapponesi. Il credito rimane interessante, e in particolare manteniamo la nostra preferenza per le obbligazioni Investment Grade dell'Unione Europea. Rimaniamo invece neutrali sui titoli di Stato dei mercati emergenti.

Le nostre opinioni sulle valute riflettono l'atteggiamento positivo su USD/CHF e su JPY/CHF, mentre siamo prudenti sull'euro ponderato in base agli scambi commerciali rispetto allo yen e alla corona norvegese per timori legati alle valutazioni. Crediamo inoltre che gli investitori dovrebbero mantenere coperture adeguate inserendo l'oro nei loro portafogli (per motivi geopolitici e i potenziali rischi di inflazione) e dotarsi di coperture nei confronti delle azioni statunitensi.

AUTORI

FRANCESCO SANDRINI

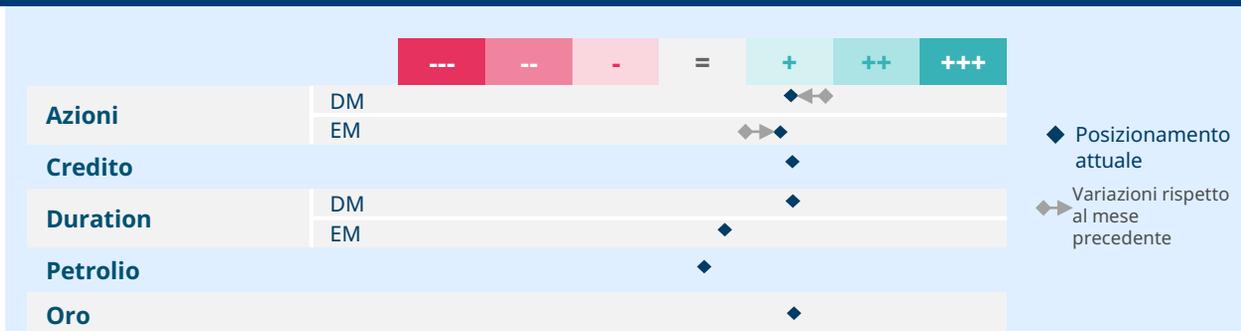
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE

HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

Visto che il rally azionario si sta espandendo al di fuori degli Stati Uniti, abbiamo aumentato la nostra esposizione ai Paesi emergenti e rimaniamo ben diversificati.

Convinzioni Cross-Asset di Amundi



La tabella rappresenta una valutazione cross-asset in un'ottica di 3-6 mesi basata sulle opinioni espresse durante la riunione più recente sugli investimenti mondiali. L'outlook, le variazioni dell'outlook e le opinioni sulla valutazione delle classi di attivi riflettono la direzione attesa (+/-) e la forza della convinzione (+/+/+/+). Questa valutazione è soggetta a modifiche e comprende gli effetti delle componenti di copertura FX = valute straniere, BTP = titoli di Stato italiani, BoJ = Bank of Japan, JGB = titoli di Stato giapponesi, BoE = Bank of England.

VIEW

Opinioni di Amundi sulle classi di attivi

Questo mese riflettori puntati su...

- **Posizionamento positivo sulle azioni:** la nostra opinione sulle azioni è leggermente costruttiva, con un'esposizione crescente ai Paesi emergenti. Notiamo segnali incoraggianti come il miglioramento del sentiment in Cina e valutazioni migliori in India. Nei Paesi sviluppati siamo ottimisti sull'Europa e crediamo che l'aumento dei redditi, il taglio dei tassi di interesse da parte della BCE e i forti risparmi delle famiglie supporteranno l'attività economica.

Azioni e fattori globali

Regioni	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++	Fattori globali	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++
Stati Uniti	▼			◆			Growth				◆		
Europa	▼				◆		Value					◆	
Giappone	▼				◆		Entità						◆
ME	▲				◆		Momentum					◆	
Cina	▲				◆		Quality					◆	
Mercati emergenti, Cina esclusa	▲				◆		High div.					◆	
India	▲					◆	Bassa volatilità					◆	
Complessivo					◆								

Obbligazioni governative e valute

Duration	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++	Obbligazioni corporate	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++
Stati Uniti					◆		Obbligazioni societarie IG USA					◆	
Unione Europea	▲					◆	Obbligazioni societarie HY USA	▼		◆			
Regno Unito						◆	Obbligazioni societarie IG UE						◆
Giappone			◆				Obbligazioni societarie HY UE					◆	
Complessivo					◆		Complessivo						◆
Obbligazioni dei mercati emergenti	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++	Valute	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++
Titoli di Stato cinesi					◆		USD	▼				◆	
Titoli di Stato indiani						◆	EUR	▲				◆	
							GBP						◆
							JPY						◆
							CNY			◆			

Fonte: Riepilogo delle opinioni espresse dal comitato d'investimento globale durante l'ultima riunione tenutasi il 20 marzo 2025. Opinioni rispetto a un investitore con base in euro. Le opinioni vanno da doppio meno a doppio più, = indica un posizionamento neutro. In questo mese le tabelle riflettono anche le variazioni inframensili tra i GIC di febbraio e di marzo*. 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.

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

Trust must be earned

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.

DISCOVER MORE



Forming coalition will be easiest of next German Chancellor's many challenges

Follow us on



Visit the Research Center

THIS EDITION'S CONTRIBUTORS

CLAUDIA BERTINO

Head of Amundi Investment Insights & Publishing

LAURA FIOROT

Head of Investment Insights & Client Division

POL CARULLA

Investment Insights and Client Division Specialist

UJJWAL DHINGRA

Investment Insights and Client Division Specialist

PAULA NIALL

Investment Insights and Client Division Specialist

FRANCESCA PANELLI

Investment Insights and Client Division Specialist

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 del primo utilizzo: 31 marzo 2025. Document 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