

## Una parvenza di scenario favorevole prima dell'insediamento di Trump

I mercati hanno accolto con favore tutte le notizie positive giunte nel 2024 dall'economia, dagli utili societari e dal contesto politico, anche se qualche volta sono stati presi in contropiede. Nei prossimi mesi la loro performance sarà trainata dalla dinamica degli utili in uno scenario di rallentamento della crescita statunitense e da un riassetto del mercato del lavoro che non subirà tuttavia un drastico indebolimento. Nel frattempo la Fed sta adottando una politica monetaria un po' più hawkish, mentre l'approccio di Trump al commercio - e le contromosse degli altri Paesi - potrebbero generare volatilità. Al di fuori degli Stati Uniti, i mercati saranno guidati dalla crescita e dalle politiche dell'Europa e dalla risposta della Cina ai suoi problemi interni.

Riteniamo che i principali driver dell'economia mondiale saranno i seguenti:

- **la solidità della crescita statunitense che però sta perdendo slancio e che risentirà dell'incertezza legata alle politiche di Trump.** I dati recenti indicano un miglioramento dei fondamentali economici, ma la traiettoria complessiva della crescita non registra variazioni.
- **la crescita europea stenta a mantenere la rotta.** Gli sforzi dei governi per imporre il consolidamento fiscale (Francia, Germania) stanno offuscando le prospettive di crescita. In Germania il governo potrebbe allentare il freno all'indebitamento - in ogni caso gradualmente - ma le conseguenze non saranno visibili prima del 2026.
- **incertezza riguardo alla politica monetaria della Fed, mentre si prevede che la BCE perseguirà una politica più espansiva** perché nell'area Euro l'inflazione sta scendendo più in fretta. Abbiamo rivisto al ribasso di 50 pb il tasso terminale della BCE che, secondo le nostre stime, a fine luglio si attesterà all'1,75%. La Fed ha effettuato un taglio da falco a riprova che sta seguendo con grande attenzione l'andamento dell'inflazione.
- **Ambiziosi intenti della Cina.** L'espansione del deficit fiscale e il rafforzamento della domanda interna sono i punti principali sull'agenda del governo, ma ci piacerebbe vedere i dettagli del piano con cui le autorità cinesi intendono raggiungere i loro obiettivi.



**VINCENT  
MORTIER**  
GROUP CIO



**MONICA  
DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI  
INVESTMENT  
INSTITUTE

**Azioni statunitensi: il 2024 è stato un anno forte, nel 2025 la performance dipenderà dal policy mix e dal suo impatto sulla crescita**



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg. \*I dati del 2024 sono aggiornati al 18 dicembre 2024.

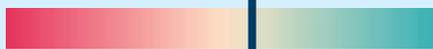
In base alle nostre valutazioni, la liquidità sui mercati è abbondante, le condizioni del credito sono robuste e il contesto degli utili è ragionevole. Le valutazioni e i rischi legati alle revisioni degli utili sono tuttavia i fattori più importanti che ci inducono a non aumentare in modo significativo la nostra propensione al rischio. Manteniamo quindi una view moderatamente costruttiva che illustriamo in seguito:

- **Cross-asset, moderatamente favorevoli al rischio in questo inizio 2025 mantenendo però alcune coperture.** La crescita economica negli Stati Uniti e in Europa è ragionevole e l'inflazione sta rallentando, delineando un quadro favorevole agli attivi rischiosi. Abbiamo rafforzato la nostra opinione positiva sulle azioni statunitensi e siamo ora costruttivi sull'Europa, mentre manteniamo una view moderatamente positiva sul Regno Unito e sul Giappone. Siamo sempre alla ricerca di opportunità nell'obbligazionario dei Paesi emergenti, in particolare Repubblica ceca, Sudafrica e Indonesia. Per controbilanciare questa allocazione complessivamente favorevole al rischio manteniamo un orientamento positivo sulla duration che intendiamo utilizzare come copertura nel caso in cui ci sia un peggioramento dell'outlook sulla crescita. Abbiamo inoltre aggiunto alcune coperture azionarie e manteniamo l'oro come diversificatore di portafoglio.
- **Il reddito fisso, come asset class, risentirà sempre di più dell'incertezza riguardo alle politiche fiscali e monetarie.** Manteniamo quindi un approccio tattico alla duration negli Stati Uniti e in Europa, aree in cui siamo sempre alla ricerca di opportunità in vista di un possibile irripidimento delle curve dei rendimenti. Siamo poi positivi sul Regno Unito ma seguiamo attentamente il forte rialzo dell'inflazione e i dati sulla crescita dei salari, mentre rimaniamo prudenti sui titoli di Stato giapponesi. Sul mercato del credito continuiamo a privilegiare le obbligazioni Investment Grade, soprattutto in Europa dove le valutazioni sono più interessanti. Rimaniamo invece cauti sulle obbligazioni High Yield USA.
- **Per quanto riguarda l'azionario, è indispensabile diversificare perché il rischio maggiore rimane il rischio di concentrazione.** Negli Stati Uniti rimaniamo prudenti sui titoli a mega capitalizzazione ed esploriamo le opportunità tra le società con una minore capitalizzazione di mercato che potrebbero beneficiare di una ripresa della domanda industriale e della crescita, ma le cui valutazioni non riflettono ancora questo potenziale. Prevediamo inoltre che il rally si estenderà anche ai titoli Value USA e che i titoli ciclici beneficeranno di un miglioramento dell'attività economica. In Europa privilegiamo le banche meno sensibili alle variazioni dei tassi di interesse e che hanno solide riserve di capitale rispetto a quelle più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse.
- **L'eventuale rafforzamento del dollaro e l'aumento dei rischi geopolitici creeranno probabilmente una certa volatilità per i Paesi emergenti, ma il loro potenziale di crescita è notevole e le banche centrali sono prudenti.** Puntiamo a esplorare le società con un resiliente approccio bottom-up trainate dai temi legati ai consumi domestici sia nel debito, sia nell'azionario.

*Visti i rischi che potrebbero pesare sul sentiment di mercato - dalle revisioni degli utili all'indebolimento della crescita, inflazione più robusta del previsto ai fattori geopolitici - è importante bilanciare il posizionamento sulle azioni con coperture adeguate.*

## Sentiment complessivo sul rischio

### Risk off Risk on



Visto il contesto di crescita complessivamente favorevole, siamo leggermente più positivi sul rischio, ma rimaniamo orientati verso la qualità e bilanciamo la posizione sul rischio con coperture sulle azioni.

*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 (CIG) che si è tenuta il 18 dicembre 2024. Riflette le opinioni su un orizzonte di un mese, da un CIG all'altro. 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 BTP = titoli di Stato italiani, JBG= titoli di Stato giapponesi.

### Variazioni rispetto al mese precedente

- **MULTI-ASSET** Siamo ora più favorevoli alle azioni dei Paesi emergenti.
- **MULTI-ASSET** Abbiamo aggiunto protezioni sulle azioni statunitensi.

## Tre domande scottanti

1

### Avete rivisto le aspettative sulla BCE? E se sì, perché?

Abbiamo rivisto al ribasso di 50 pb il tasso terminale della BCE, che secondo le nostre stime si attesterà all'1,75% entro luglio 2025. La nostra revisione si basa 1) su un calo dell'inflazione più rapido di quanto previsto dalla BCE (IPC complessivo attualmente al 2,2% su anno rispetto al 2,6% atteso dalla BCE, l'IPC core attualmente al 2,7% rispetto al 2,9% atteso): ii) gli indici PMI più deboli del previsto e un settore terziario in rallentamento, e iii) una politica fiscale che difficilmente potrà aggiungere altre misure di stimolo nel 2025. Il rischio principale per le nostre aspettative si basa sull'implementazione totale della politica sui dazi di Trump. Stando alle nostre stime, dazi tra il 10% e il 20% dovrebbero ridurre la crescita di almeno lo 0,2% su base annua, con un impatto contenuto sull'inflazione a breve termine. In un simile scenario la BCE potrebbe tagliare i tassi di interesse al di sotto del loro livello neutrale.

#### Implicazioni per gli investimenti

- Abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime su EUR/USD per il secondo trimestre 2025 da 1,13 a 1,08 nel Q2 2025 e da 1,16 a 1,11 nel Q4 2025.

2

### Cosa ne pensate del taglio dei tassi della Fed a dicembre?

Nella riunione di dicembre la Fed ha tagliato i tassi di interesse di un quarto di punto, così come previsto, ma con un tono complessivamente hawkish. Si prevede ora che la Fed centerà il target sull'inflazione non prima del 2026. La banca centrale statunitense ha dichiarato che gli attuali tassi di riferimento sono decisamente più vicini ai tassi neutrali di quanto previsto in passato. Anche se la Fed non sconta esplicitamente le possibili variazioni della politica monetaria nel corso della nuova amministrazione Trump, da una valutazione dei rischi emerge che sta comunque scontando un outlook più incerto. I tassi dovrebbero rimanere elevati ancora a lungo, con l'aspettativa mediana sui tassi dei fed funds nel 2025 rivista al rialzo dal 3,4% al 3,9% a settembre.

#### Implicazioni per gli investimenti

- Vista l'incertezza riguardo alle politiche della nuova amministrazione e al loro impatto, sarà indispensabile essere flessibili nell'esposizione alla curva dei Treasury statunitensi.

3

### Quale potrebbe essere l'effetto dei possibili dazi statunitensi sui diversi Paesi?

I dazi USA, se implementati, colpiranno i Paesi in modo diverso. La zona Euro dipende fortemente dalle esportazioni che rappresentano in media circa il 50% del PIL, ma il quadro varia da Paese a Paese. La Cina potrebbe risentire pesantemente delle sanzioni e, per controbilanciare l'effetto dei dazi USA, ha aperto la riunione economica che si è tenuta di recente all'insegna di un clima favorevole alla crescita e agli stimoli che verosimilmente si tradurrà in nuove misure fiscali finalizzate a favorire i consumi domestici. I particolari di questo piano dovrebbero essere comunicati a marzo in occasione del Congresso del partito popolare cinese.

#### Implicazioni per gli investimenti

- Siamo quasi neutrali sulle azioni cinesi, ma vista la situazione fluida questa nostra posizione potrebbe cambiare. Sul credito preferiamo le obbligazioni Investment Grade a quelle High Yield.

*La leadership cinese, per gestire i probabili dazi statunitensi, adotterà un approccio pragmatico focalizzato su un aumento della spesa fiscale per supportare i consumi privati e affrontare i problemi nel settore immobiliare.*

## MULTI-ASSET

## Rimanere costruttivi con protezioni adeguate

L'outlook globale per il 2025 rimarrà probabilmente favorevole in un contesto contrassegnato da una modesta crescita dell'economia negli USA e dalla ripresa in Europa. Il calo dell'inflazione dovrebbe supportare i consumi nella regione. Tuttavia, le politiche monetarie, fiscali e commerciali potrebbero gravare sull'outlook. Ad esempio la Fed sarà ora probabilmente più cauta nel tagliare i tassi di interesse e più prudente sull'inflazione. E' necessaria anche una maggiore chiarezza sulle politiche commerciali che Trump adotterà e su quelle che saranno le contromosse europee. Fino ad allora gli investitori dovranno prendere in esame l'idea di mantenere delle coperture e altre fonti di stabilità, rimanendo pronti al contempo a sfruttare il sentiment del mercato, le aree in cui le valutazioni sono interessanti e la resilienza dell'economia statunitense.

Abbiamo rafforzato le nostre view sulle azioni dei Paesi sviluppati aumentando il nostro posizionamento sugli Stati Uniti e diventando costruttivi sull'Europa. Le azioni statunitensi dovrebbero beneficiare del vigore dell'economia e delle politiche del nuovo governo e, al contempo, essere meno vulnerabili alla debole domanda globale. L'Europa rappresenta invece un'interessante opportunità d'investimento per quanto riguarda i titoli Value, e i mercati scontano già pesantemente le sfide legate a un peggioramento del commercio. Rimaniamo positivi sul Regno Unito e sul Giappone e manteniamo il nostro posizionamento costruttivo sulla Cina che offre tra l'altro valutazioni interessanti. Nella recente conferenza sull'economia la Cina ha ribadito il ruolo della politica nell'affrontare i problemi interni.

Nell'obbligazionario rimaniamo positivi sugli Stati Uniti, utilizzati come copertura contro un possibile peggioramento dell'outlook economico. Siamo inoltre positivi sulla duration dei Paesi europei core e della Gran Bretagna, e preferiamo ancora i BTP ai bund tedeschi. Siamo invece leggermente difensivi sui titoli di Stato giapponesi. Rimaniamo inoltre positivi sulle obbligazioni dei Paesi emergenti e siamo ora costruttivi su un paniere di obbligazioni di alcuni Paesi selezionati tra cui Repubblica ceca, Indonesia e Sudafrica, ma crediamo sia utile mantenere delle coperture adeguate. Il premio al rischio del debito ceco rispetto ai tassi core (USA, Europa) appare interessante. Stiamo inoltre monitorando i fattori potenziali che potrebbero avere un impatto negativo sul dollaro. Nel credito le obbligazioni europee Investment Grade presentano fondamentali solidi.

Per quanto riguarda i tassi di cambio, manteniamo la nostra view positiva sul dollaro statunitense e sullo yen rispetto al franco svizzero. La valuta elvetica è tra le più costose di quelle dei G10. Rimaniamo inoltre prudenti sull'euro rispetto allo yen e alla corona norvegese in uno scenario che vede una BCE "colomba". Tra le valute cicliche preferiamo il dollaro australiano viste le valutazioni e il suo potenziale di beneficiare delle sorprese rialziste in Cina. Infine manteniamo la nostra opinione positiva sulla rupia indiana.

## AUTORI

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

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

*Rimaniamo moderatamente costruttivi sulle azioni e preferiamo puntare sui titoli con un orientamento qualitativo mantenendo coperture di portafoglio.*

## Convinzioni cross-asset di Amundi

		---	-	=	+	++	
Azioni	MS				→	◆	
	ME				◆		
Obbligaz. corporate					◆		
Duration	MS					◆	
	ME				◆		
Petrolio				◆			
Oro					◆		

◆ Posizionamento attuale  
→ Variazioni rispetto al mese precedente

Fonte: 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 che si è tenuta il 18 dicembre 2024. 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, NIRP= politica sui tassi di interesse negativi DM= Paesi sviluppati, ME = mercati emergenti.

## VIEWS

## View di Amundi sulle classi di attivi

## Questo mese riflettori puntati su:

- **Azioni USA:** il quadro è variegato, alcuni titoli ad alta capitalizzazioni sono costosi, mentre altre aree presentano valutazioni ragionevoli e potrebbero beneficiare delle politiche di Trump e del sentiment positivo. Crediamo che questi titoli dovrebbero essere corredati di buone coperture.
- **Obbligazioni IG EU:** il credito sta evidenziando segnali di fondamentali societari robusti, valutazioni ragionevoli e un carry interessante.

## Azioni e fattori globali

Regioni	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++	Fattori globali	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++
Stati Uniti					◆		Growth					◆	
US equal weighted						◆	Value						◆
Europa	▲					◆	Titoli a bassa capitalizzazione						◆
Giappone					◆		Qualità					◆	
ME						◆	Bassa volatilità					◆	
Cina					◆		Momentum					◆	
Mercati emergenti, Cina esclusa						◆	Dividendi elevati					◆	
India						◆							

## Obbligazioni governative e valute

Titoli di Stato	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++	Obbligazioni corporate	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++
Stati Uniti					◆		Obbligazioni societarie IG USA					◆	
Titoli di Stato dei Paesi core dell'UE					◆		Obbligazioni societarie HY USA			◆			
Titoli di Stato dei Paesi periferici dell'UE					◆		Obbligazioni societarie IG UE					◆	
Regno unito						◆	Obbligazioni societarie HY UE					◆	
Giappone					◆								
Obbligazioni dei mercati emergenti	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++	Valute	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++
Titoli di Stato cinesi					◆		USD						◆
Titoli di Stato indiani						◆	EUR			◆			
ME in valuta forte						◆	GBP					◆	
ME in valuta locale					◆		JPY					◆	
Obbligazioni societarie ME						◆	CNY			◆			

Fonte: riepilogo delle opinioni espresse dal comitato d'investimento globale durante l'ultima riunione tenutasi il 18 dicembre 2024. 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 comitato d'investimento globale.

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.

Visit us on:



Discover more of Amundi's insights at  
[www.amundi.com](http://www.amundi.com)

The Artificial Intelligence revolution:  
 sector perspectives



#### Contributors

**BERTINO Claudia**, Head of Amundi Investment Insights & Publishing

**FIOROT Laura**, Head of Investment Insights & Client Division

**CARULLA Poi**, Investment Insights and Client Division Specialist

**DHINGRA Ujjwal**, Investment Insights and Client Division Specialist

**NIALL Paula**, Investment Insights and Client Division Specialist

**PANELLI Francesca**, 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 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 del primo utilizzo: 2 gennaio 2025.

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).