

# SCENARI



**NEWSLETTER FINANZIARIA  
CRÉDIT AGRICOLE PRIVATE BANKING**

SETTEMBRE 2025

[credit-agricole.it](https://credit-agricole.it)



**Amundi**  
Investment Solutions



**Vincent  
MORTIER**  
Group CIO

## 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.

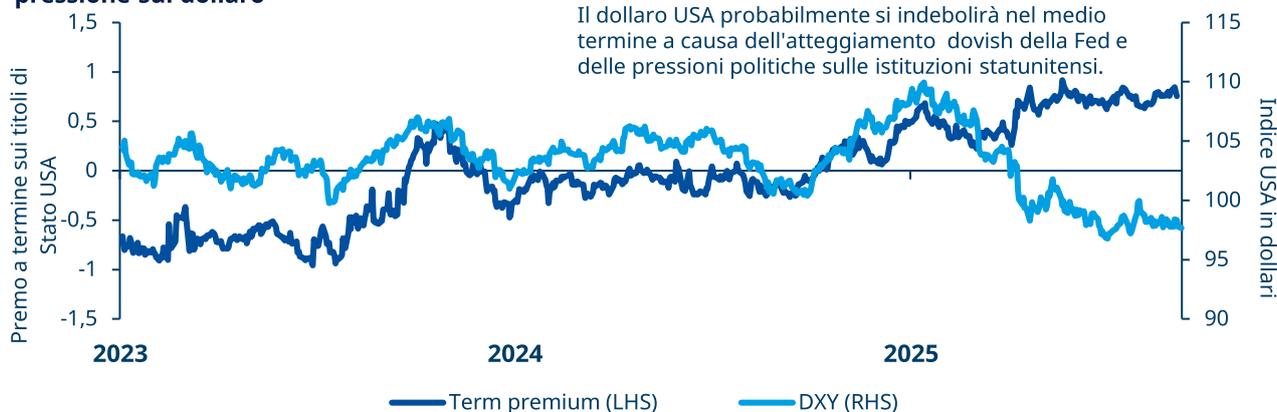


**Monica  
DEFEND**  
Head of Amundi Institute



**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 2025 (4,2%) rispetto alle nostre proiezioni di luglio. 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 americane. 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.

## Posizionamento favorevole al rischio con una rotazione verso i Paesi emergenti



**Francesco SANDRINI**  
Head of Multi-Asset Strategies

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

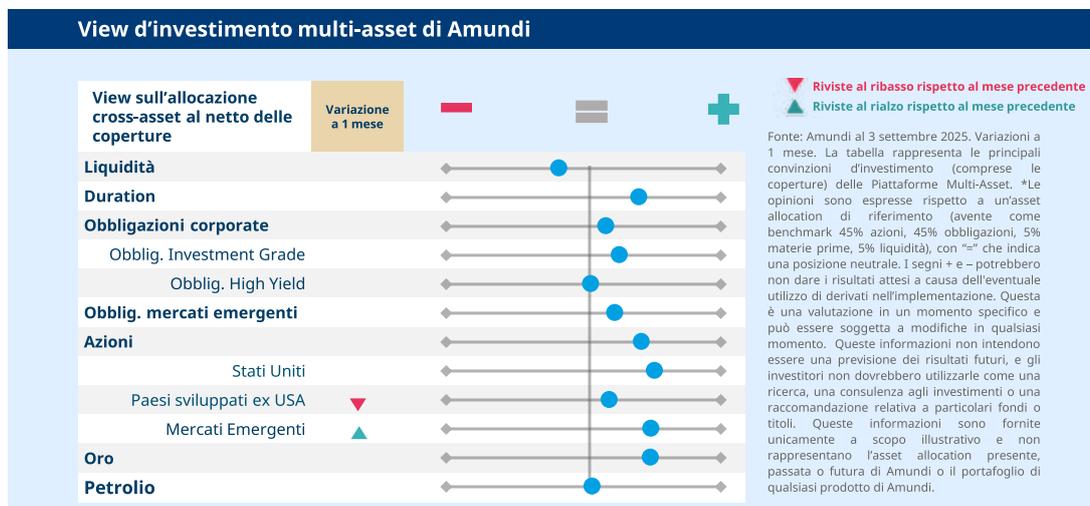
duration statunitense ed europea e ci piacciono i BTP. Nel Regno Unito la crescita sarà probabilmente inferiore alle stime di consenso e la decisione della BoE dovrebbe supportare una certa compressione del differenziale di interesse tra i titoli di Stato britannici e quelli statunitensi. Per contro, 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.



**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 di Amundi sulle classi di attivi

## 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            |               |     |    |   |     | ◆ |     |   |    |     |
| Low volatility     |               |     |    |   |     |   | ◆   |   |    |     |

## 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 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

|                      | Change vs M-1 | --- | -- | - | -/= | = | =/+ | + | ++ | +++ |
|----------------------|---------------|-----|----|---|-----|---|-----|---|----|-----|
| <b>EM Bonds</b>      |               |     |    |   |     |   |     |   |    |     |
| China gov.           |               |     |    |   |     | ◆ |     |   |    |     |
| India gov.           |               |     |    |   |     |   |     | ◆ |    |     |
| EM HC                |               |     |    |   |     |   |     | ◆ |    |     |
| EM LC                |               |     |    |   |     |   |     |   | ◆  |     |
| EM corp.             |               |     |    |   |     |   |     | ◆ |    |     |
| <b>EM Equity</b>     |               |     |    |   |     |   |     |   |    |     |
| 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

---

## Disclaimer

La presente *Newsletter* è da intendere come comunicazione pubblicitaria o promozionale, redatta da *Amundi SGR* ed indirizzata ad un pubblico indistinto (di seguito i “**Destinatari**” o singolarmente il “**Destinatario**”) a titolo meramente informativo e/o pubblicitario/promozionale.

I contenuti della presente comunicazione **non** rappresentano in alcun modo un’offerta di acquisto o di vendita dei prodotti finanziari menzionati e **non** possono in alcun modo essere considerati come una consulenza in materia di investimenti, non essendo stati predisposti in considerazione delle caratteristiche di Destinatari, né una raccomandazione a concludere le operazioni eventualmente citate. Allo stesso modo, la presente *Newsletter non* è da intendere come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria, dal momento che, oltre a non averne i contenuti, non rispetta i requisiti di indipendenza imposti per la ricerca e non è sottoposta ad alcun divieto in ordine alla effettuazione di negoziazione prima della diffusione.

Le informazioni, i dati e le opinioni contenuti nella presente comunicazione si basano su fonti interne ed esterne ritenute affidabili ed in buona fede. Tuttavia l’esattezza di queste informazioni non può essere garantita e le stesse non riflettono uno stato completo dei mercati e dei loro sviluppi. I dati contenuti della *Newsletter* possono riferirsi a *performance* passate. Queste ultime non sono un indicatore attendibile delle *performance* attuali o future. Le fluttuazioni nei tassi di cambio valutari possono avere un impatto negativo sul valore, sul prezzo e sui ricavi dei prodotti analizzati.

Le informazioni contenute nella *Newsletter* possono, inoltre, basarsi su determinati dati, presupposti, opinioni o previsioni che possono cambiare nel tempo; in particolare, i prezzi ed i valori pubblicati si intendono riferiti alla data ed eventualmente all’ora espressamente riportati: il Destinatario dovrà pertanto verificarne sempre l’attualità.

I prodotti finanziari, gli strumenti, i servizi di investimento, le opinioni e, in generale, le informazioni cui fa riferimento la presente *Newsletter* potrebbero non essere adeguate ed adatte alle caratteristiche dei Destinatari della stessa. Prima di effettuare qualsiasi operazione, quindi, i Destinatari della presente comunicazione dovranno valutare in autonomia la rilevanza delle informazioni trattate ai fini delle proprie decisioni di investimento sulla base delle proprie esigenze. In particolare, non viene resa alcuna dichiarazione che gli investimenti e le strategie descritte o rappresentate nella *Newsletter*, così come le informazioni o le opinioni fornite nella comunicazione, siano idonee o adeguate alle circostanze individuali.

La decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria, presa autonomamente dal Destinatario della presente *Newsletter* sulla base delle informazioni in essa contenute, è a rischio esclusivo dello stesso. Le società appartenenti al *Gruppo Bancario Crédit Agricole Italia*, i dirigenti, i rappresentanti o i dipendenti di queste non assumono alcuna responsabilità per eventuali danni – diretti o indiretti, patrimoniali e non – derivanti dall’uso della presente comunicazione.

*Il Gruppo Bancario Crédit Agricole Italia*, inoltre, non garantisce la tempestività, correttezza o completezza delle informazioni contenute nella presente *Newsletter* e declina ogni responsabilità per qualunque perdita o danno derivante dall’uso della stessa, anche laddove l’eventuale perdita o danno derivi da errori, inesattezze, mancanze ed omissioni rinvenibili nei contenuti pubblicati a causa di errori materiali o refusi di stampa, imputazione dati, formattazione o scansionamento.

La presente *Newsletter* non fornisce altresì consulenza di natura fiscale e, pertanto, si raccomanda di verificare le informazioni in essa riportate insieme ad un proprio consulente.

La presente comunicazione non è destinata alla distribuzione, pubblicazione od uso in una giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o uso sarebbero illegali, né si rivolge a persone o entità a cui sarebbe illegale l’invio di tale *Newsletter*.

I contenuti della presente comunicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà di *Amundi SGR*. Al Destinatario della *Newsletter* non è consentito registrare tali contenuti, in tutto o in parte, su alcun tipo di supporto, se non ad uso esclusivamente personale, né riprodurli, copiarli, pubblicarli, trasmetterli ed utilizzarli a scopo commerciale senza preventiva autorizzazione scritta dal *Gruppo Crédit Agricole Italia*.

Si precisa, infine, che la consultazione e l’utilizzo della presente *Newsletter* comportano l’accettazione, da parte del singolo Destinatario della stessa, del contenuto del presente *disclaimer*.