

OTTOBRE 2025

# House View

## Q4 2025

Attivi e attenti

Il presente documento riflette le opinioni degli esperti degli investimenti di Allianz Global Investor per il terzo trimestre del 2025. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Le affermazioni contenute nel presente documento potrebbero essere frutto di aspettative e previsioni riconducibili alle visioni e supposizioni attuali di chi lo ha redatto, e riflettere la conoscenza o meno di elementi di rischio o incertezza tali da far differire sostanzialmente i risultati reali da quelli espressi o impliciti nelle suddette affermazioni. Non ci assumiamo l'obbligo di aggiornare alcuna previsione.

# La nostra visione dei mercati globali

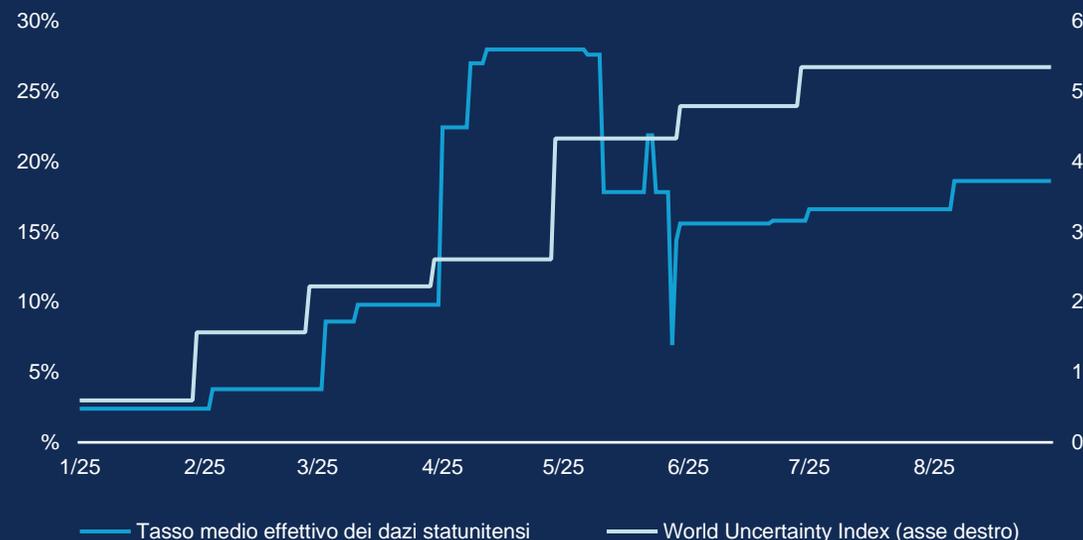
## Un mondo in trasformazione

- **Consideriamo il 2025 come un anno diviso in due fasi distinte.** Dopo lo shock iniziale del “Liberation Day”, i mercati stanno prendendo atto di una nuova realtà caratterizzata da minore visibilità politica ed economica. Questo contesto in evoluzione richiede cautela, ma apre anche la porta a opportunità per gli investitori che adottano un posizionamento attivo.
- **La crescita sta scendendo al di sotto della sua tendenza di lungo periodo, con un rallentamento ordinato e diffuso nelle diverse aree geografiche.** Sta emergendo un nuovo quadro geopolitico ed economico, poiché il precedente modello globale – costruito su persistenti squilibri esterni degli Stati Uniti – ha ormai esaurito la propria funzione. Temi come la sovranità europea – che si estende dalla difesa ad altri settori strategici – possono offrire opportunità in questo nuovo scenario.
- **La diversificazione sarà essenziale, estendendosi a un insieme più ampio di asset class.** Con politiche monetarie e fiscali sempre più divergenti tra i Paesi, il quadro degli investimenti globali risulta sempre più frammentato. I rendimenti si sono mossi a velocità diverse a livello globale, sottolineando la necessità di costruire portafogli obbligazionari diversificati.
- **Negli Stati Uniti l’inflazione potrebbe tornare ad accelerare, in parte a causa dei dazi.** Altrove, una crescita più debole dovrebbe mantenere l’inflazione contenuta. Con la ripresa dei tagli dei tassi da parte della Federal Reserve statunitense, qualsiasi percezione che le motivazioni politiche prevalgano sulle dinamiche inflazionistiche potrebbe rappresentare un segnale di allarme per i mercati.
- **Anche se il resto dell’anno potrebbe presentare delle sfide, è improbabile che la situazione peggiori ulteriormente.** Servirebbero notizie molto negative per spingere i mercati in modo deciso verso una modalità di “risk-off”. Ma poiché l’economia globale sta entrando in una fase più fragile, gli investitori dovrebbero mantenere un posizionamento di portafoglio flessibile e valutare un’esposizione agli indici di volatilità, per restare attivi e pronti a reagire.

## GRAFICO DEL TRIMESTRE

### Il clima di incertezza persiste dopo le turbolenze legate ai dazi

La politica statunitense sui dazi è stata una delle principali fonti di incertezza quest’anno. Ma sebbene i dazi siano scesi rispetto ai livelli massimi, il World Uncertainty Index\* resta elevato nel breve termine, indicando che l’eredità dei dazi è un’economia globale meno prevedibile. Se da un lato questo può rappresentare una sfida per il commercio internazionale, dall’altro un contesto di minore visibilità economica può offrire terreno fertile alla gestione attiva.



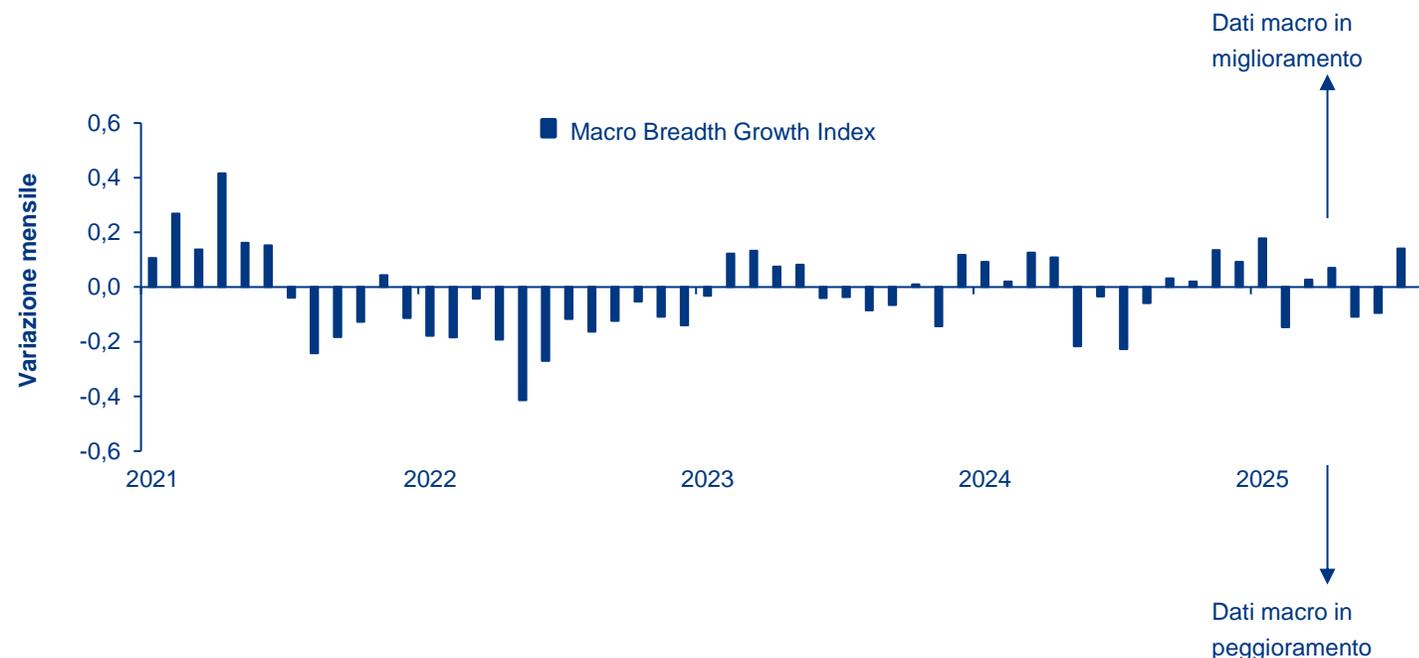
\*Il World Uncertainty Index ([worlduncertaintyindex.com](http://worlduncertaintyindex.com)) è calcolato contando la frequenza della parola “uncertain” (e delle sue varianti) nei country report dell’Economist Intelligence Unit. Un valore più alto significa maggiore incertezza, e viceversa.

Fonte: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Ahir/Bloom/Furceri (World Uncertainty Index), FMI, Yale Budget Lab (tariff rate), dati al 7 agosto 2025.

# Crescita economica: segnali di resilienza – rischi di stagflazione da monitorare

Il nostro Macro Breadth Growth Index<sup>1</sup>, che misura i dati macroeconomici globali, ha annullato il recente recupero

- **Il nostro indice degli indicatori di crescita globale è sceso leggermente nell'ultima rilevazione**, a causa di un calo nella fiducia di imprese e consumatori, nonostante un modesto miglioramento dei dati sull'attività economica.
- **A livello di area geografica, la flessione è stata diffusa, e guidata da Cina e Brasile.** Hanno condiviso la battuta d'arresto – seppur in misura minore – Stati Uniti, area euro (con il primo calo in cinque mesi) e Regno Unito.
- **Giappone, Canada, Corea, India e Turchia hanno mostrato risultati più solidi.**
- **Il settore dei servizi ha mostrato una maggiore tenuta rispetto a quello manifatturiero**, dove l'effetto positivo legato alla produzione anticipata pre-dazi mostra chiari segnali di esaurimento.



1. Il nostro indice proprietario Macro Breadth Growth traccia la direzione di 354 dati macroeconomici globali, regionali e nazionali su base mensile. La variazione mensile dell'indice è scalata da -1 a 1, con un valore di 1 (-1) che implica un aumento (diminuzione) di tutti gli indicatori sottostanti. Concentrandosi sulla direzione piuttosto che sull'ampiezza della variazione, gli indici consentono di valutare l'ampiezza delle tendenze macro sottostanti e sono meno soggetti a eventuali revisioni storiche dei dati di base. Fonte: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Bloomberg, Refinitiv (dati al 31 agosto 2025).

# In sintesi: principali dati per area geografica

## Stati Uniti

Vediamo rischi di stagflazione negli Stati Uniti, in un contesto di rimbalzo dell'inflazione e crescita contenuta. Riteniamo che l'inflazione sarà superiore alle stime di consensus nel 2025 e 2026, poiché l'impatto dei dazi si trasferirà sui consumatori e i tagli all'immigrazione restringeranno il mercato del lavoro. Con il taglio di 25 pb a settembre, la Federal Reserve statunitense ha avviato un ciclo di riduzioni dei tassi "precauzionale", **che secondo le nostre previsioni porterà il tasso sui Fed Funds al 3,5% entro metà 2026**. Non ci aspettiamo stimoli fiscali provenire dal "big, beautiful bill" di Trump prima del primo semestre 2026.

## Europa

Vi sono motivi per essere positivi sulle prospettive dell'Europa. L'inflazione appare sotto controllo e la spesa pubblica in Germania dovrebbe aumentare dal 2026, sostenendo le prospettive di crescita. **L'instabilità politica in Francia resta un fattore di rischio ma, salvo un indebolimento economico significativo, ci aspettiamo un ulteriore taglio dei tassi della BCE di 25 pb entro la fine del 2025**. Prevediamo che la Bank of England ridurrà i tassi di altri 25 pb, anche se i tagli potrebbero subire ritardi.

## Asia

Ci aspettiamo che l'economia cinese rallenti a partire dal terzo trimestre, dopo tre trimestri di solida crescita sostenuta da misure governative, tra cui sovvenzioni. Prevediamo ulteriori stimoli, compresi tagli dei tassi, ma queste misure potrebbero solo limitare i rischi di ribasso. **È probabile che la Bank of Japan attenda ulteriori segnali di ripresa economica prima di procedere con un aumento dei tassi**.

## CRESCITA ECONOMICA: La crescita USA resterà debole fino al 2026

PIL reale, variazione % su base annua

Area	2024*	Consensus Bloomberg 2025†	Consensus Bloomberg 2026	Previsione 2026 di AllianzGI
Mondo	3,0	2,8	2,9	=
Stati Uniti	2,8	1,6	1,7	↓
Area euro	0,7	1,1	1,1	↑
Germania	-0,2	0,3	1,0	↑
Regno Unito	0,8	1,2	1,1	=
Giappone	0,1	1,0	0,8	=
Cina	5,0	4,7	4,2	↑

## INFLAZIONE: L'inflazione potrebbe essere attenuata dall'indebolimento delle economie al di fuori degli USA

Inflazione, variazione % su base annua

Area	2024*	Consensus Bloomberg 2025†	Consensus Bloomberg 2026	Previsione 2026 di AllianzGI
Mondo	4,2	3,8	3,5	=
Stati Uniti	3,0	2,8	2,8	↑
Area euro	2,4	2,1	1,9	↓
Germania	2,5	2,1	2,0	=
Regno Unito	2,5	3,3	2,5	=
Giappone	2,7	3,0	1,8	=
Cina	0,2	0,1	1,0	↓

\*Dati 2024 da FMI. Dati a settembre 2025. †Per il 2025, le nostre previsioni sono per lo più in linea con il consensus.

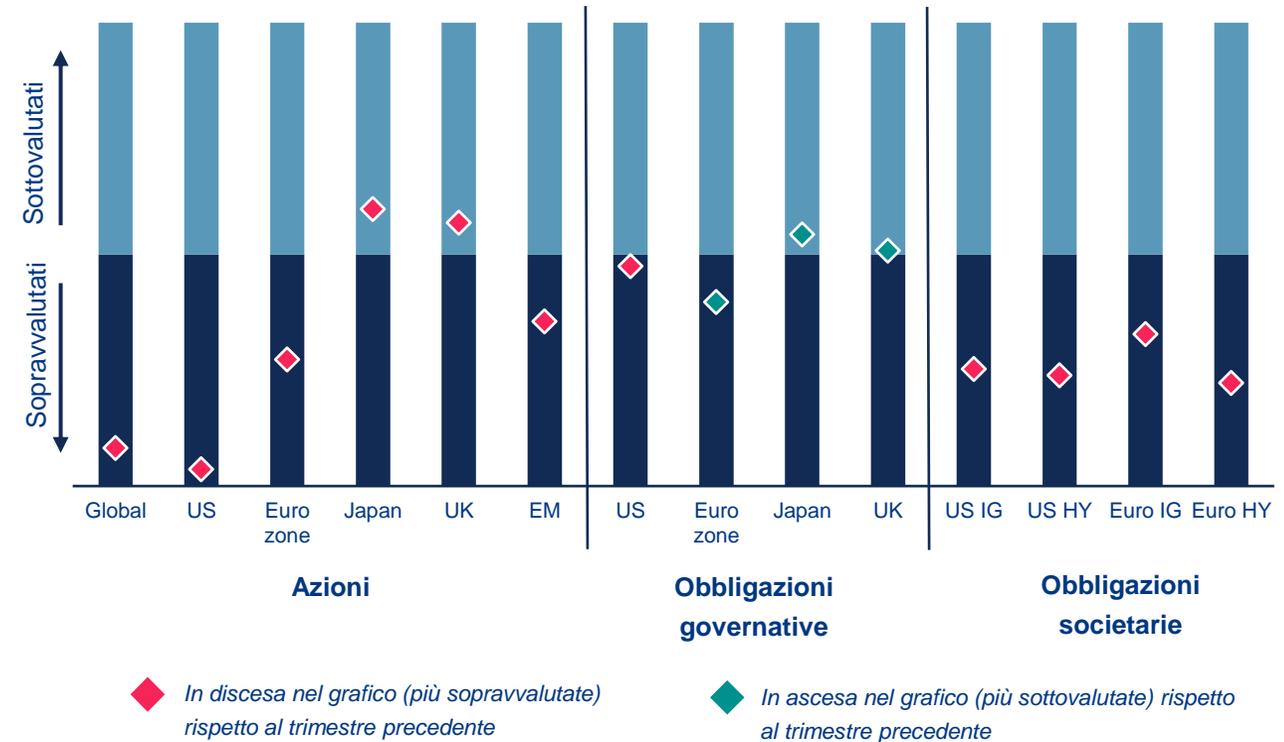
↑ = AllianzGI superiore al consensus ↓ = AllianzGI inferiore al consensus = = AllianzGI in linea con il consensus.

# View sulle valutazioni: gli asset di Giappone e Regno Unito risultano convenienti per una ragione specifica?

## Alcuni titoli governativi sono diventati più convenienti

- **Le valutazioni della maggior parte degli asset sono aumentate negli ultimi tre mesi.** Fanno eccezione i titoli governativi di Giappone, Regno Unito e area euro, che sono diventati più convenienti rispetto agli standard storici.
- **Le azioni giapponesi risultano ancora le più sottovalutate tra gli asset che analizziamo, seguite da vicino dai titoli azionari britannici.** Anche i titoli governativi di Giappone e Regno Unito appaiono sottovalutati secondo i nostri parametri.
- **Il recente e continuo rialzo dei mercati azionari si riflette nelle valutazioni.** Le azioni statunitensi, già le più sopravvalutate tra gli asset che monitoriamo, sono salite ancora negli ultimi tre mesi. L'ultima volta che le azioni USA erano così sopravvalutate risale a settembre 2000.
- **Negli ultimi mesi le obbligazioni societarie sono diventate più costose;** le obbligazioni corporate investment grade in euro risultano le più interessanti dal punto di vista delle valutazioni.

### Fine agosto 2025



### Calcoli a cura del nostro team Economics & Strategy.

Punteggio di valutazione = punteggio corrente rispetto alla distribuzione storica di punteggi. Valutazione azionaria basata su Shiller P/E, rapporto prezzo/valore contabile, P/E prospettico a 12 mesi. Valutazione dei titoli sovrani basata sul tasso d'interesse reale a 10 anni e term premium. Valutazione delle obbligazioni societarie basata su probabilità implicita di default e valutazione del rispettivo titolo sovrano. Fonte: Allianz Global Investors Global Economics & Strategy, Bloomberg, Datastream (dati al 31 agosto 2025). I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le affermazioni contenute nel presente documento potrebbero essere frutto di aspettative e previsioni riconducibili alle visioni e supposizioni attuali di chi lo ha redatto, e riflettere la conoscenza o meno di elementi di rischio o incertezza tali da far differire sostanzialmente i risultati reali da quelli espressi o impliciti nelle suddette affermazioni. Non ci assumiamo l'obbligo di aggiornare alcuna previsione. Le valutazioni sono basate sulle ipotesi più recenti formulate in merito alle prospettive di crescita economica.

# Asset class: principali idee di investimento

## Azioni

- **In Europa, il rafforzamento dell'autonomia strategica resta fondamentale.** I campioni europei nei settori strategici evidenziano una crescita convincente a prezzi ragionevoli; una spesa per la difesa al 5% del PIL per i membri della NATO sarà senza precedenti e darà impulso ai settori aerospazio e difesa. La solidità e l'indipendenza del sistema finanziario saranno un altro tema centrale.
- **Le società a bassa capitalizzazione possono beneficiare delle politiche federali e della tendenza al reshoring negli Stati Uniti,** mostrando al contempo valutazioni interessanti anche in altre aree geografiche. Tassi più bassi dovrebbero sostenere la loro performance grazie a migliori condizioni di finanziamento e a una maggiore propensione al rischio.
- **I mercati cinesi stanno beneficiando della leadership nell'intelligenza artificiale e nei segmenti correlati,** oltre che dei progressi nel settore immobiliare. **L'economia indiana, caratterizzata da forti ambizioni di crescita, appare poco influenzata dalle preoccupazioni legate ai dazi** – le esportazioni nette di beni verso gli Stati Uniti rappresentano meno del 2% del PIL – e la demografia favorevole sostiene la crescita di lungo periodo.
- **Sul fronte tecnologico, robot umanoidi e macchine intelligenti stanno suscitando crescente interesse** grazie all'IA e ai progressi delle aziende leader. Il potenziale dell'IA resta solido, forse addirittura sottovalutato.
- **Il software sta vivendo una nuova fase di rilancio: i timori che l'IA possa indebolire il modello SaaS (Software as a Service) appaiono probabilmente esagerati** – il software aziendale è complesso e personalizzato, con ricavi ricorrenti e margini elevati. Sebbene incerti, gli effetti dell'IA in questo ambito sono probabilmente positivi, poiché i compiti più semplici verranno automatizzati, consentendo alle persone di concentrarsi su attività a maggior valore aggiunto.

## Obbligazioni

- Alla luce dei rischi di rallentamento della crescita suggeriamo di considerare su alcuni mercati un posizionamento tattico di maggiore duration. Ci aspettiamo **un ulteriore irripidimento della curva dei rendimenti nei principali mercati,** come gli Stati Uniti. Riteniamo fondamentale **un'esposizione diversificata a livello globale** ai tassi d'interesse, considerate le traiettorie divergenti delle politiche monetarie adottate dalle banche centrali.
- **Riteniamo che i mercati obbligazionari periferici dell'area euro (come la Spagna) siano preferibili ai Treasury statunitensi.** Siamo cauti sulla Francia, dove i rischi politici e fiscali stanno aumentando.
- Sugeriamo di prendere in considerazione i **Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)** statunitensi, poiché i mercati potrebbero sottostimare i rischi inflazionistici negli Stati Uniti.
- **Nel comparto del credito, preferiamo gli emittenti investment grade di elevata qualità rispetto agli high yield,** con un focus sui settori non ciclici e sul debito senior bancario.
- **Il debito dei mercati emergenti beneficia di un carry interessante e della debolezza del dollaro statunitense,** in particolare nei mercati obbligazionari in valuta locale come Brasile, Sudafrica e Perù. Nel credito asiatico, continuiamo a privilegiare il carry negli high yield.
- **Manteniamo una visione negativa sul dollaro statunitense,** dati il rallentamento della crescita negli Stati Uniti, i tagli dei tassi e i crescenti rischi per l'indipendenza della Federal Reserve. Preferiamo posizioni lunghe in euro e won coreano rispetto al dollaro statunitense. Privilegiamo inoltre posizioni corte sulla sterlina britannica rispetto a corona norvegese, dollaro australiano e renminbi cinese.

## Multi Asset

- **Da una prospettiva multi-asset, preferiamo le azioni rispetto alle obbligazioni, e le obbligazioni rispetto alla liquidità.** Riteniamo che le azioni possano continuare a beneficiare del recente momentum positivo in un contesto generalmente risk-on, nonostante l'indebolimento dei fondamentali. Tuttavia, pur mantenendo una posizione lunga sulle azioni, utilizziamo attivamente strategie su opzioni per cogliere le opportunità offerte dalle oscillazioni della volatilità.
- **I mercati emergenti rappresentano la nostra preferenza in ambito azionario,** grazie al sostegno di un dollaro debole, utili societari in miglioramento, una sotto-allocazione da parte di molti investitori e un forte momentum positivo in termini di dinamica dei prezzi.
- **La nostra view sui titoli governativi resta per lo più neutrale, anche se continuiamo a privilegiare le strategie che puntano su un irripidimento della curva.** Continuiamo a preferire l'area euro agli Stati Uniti, grazie a dati sull'inflazione contenuti e ai flussi verso beni rifugio, ma restiamo cauti sulla Francia a causa dell'instabilità politica.
- **Il debito dei mercati emergenti sta diventando una scelta favorita per il lungo termine,** grazie a politiche fiscali e monetarie conservative.
- **Con il ruolo del dollaro statunitense come valuta di riserva globale messo in discussione, l'oro si sta affermando come il principale bene rifugio** e continuiamo a considerarlo il miglior strumento di diversificazione. Manteniamo una visione negativa sul dollaro statunitense nel lungo termine e ci stiamo posizionando per ulteriori ribassi nel breve periodo.

# Scopri

# di più

# sulle nostre

# ultime analisi



[After the trade war – time to assess a new era for global trade and cooperation](#)



[Is AI the new railroad?](#)



[Dispelling myths in emerging market debt](#)



[US dollar explainer](#)

# Disclaimer

Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di prodotti/servizi finanziari.

Le affermazioni contenute nel presente documento potrebbero essere frutto di aspettative e previsioni riconducibili alle visioni e supposizioni attuali di chi lo ha redatto, e riflettere la conoscenza o meno di elementi di rischio o incertezza tali da far differire sostanzialmente i risultati reali da quelli espressi o impliciti nelle suddette affermazioni. Non ci assumiamo l'obbligo di aggiornare alcuna previsione.

I pareri e le opinioni espressi nel presente documento, che sono soggetti a variazione senza preavviso, sono quelli dell'emittente o delle sue società affiliate al momento della pubblicazione. Alcuni dati utilizzati sono tratti da varie fonti ritenute attendibili, ma la loro esattezza o completezza non è garantita e si declina ogni responsabilità per eventuali perdite dirette o indirette derivanti dal loro utilizzo.

È vietata la duplicazione, pubblicazione, estrazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. I dati contenuti nel presente documento derivano da fonti che si presumono corrette al momento della redazione del documento medesimo. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto. Il presente documento è una comunicazione emessa da Allianz Global Investors GmbH, [it.allianzgi.com](http://it.allianzgi.com), una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in francese, inglese, italiano, tedesco e spagnolo all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>.