

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

**Amundi
Investment
Institute**

Adattarsi alle rotture

Capital Market Assumptions

APRILE 2026 • Riservato unicamente agli investitori professionali.



MONICA DEFEND
Head of Amundi
Investimenti Institute

La rottura è il nuovo regime

Stiamo attraversando un regime di rotture sul fronte geopolitico, tecnologico e energetico e l'adattamento sarà l'elemento chiave dei prossimi cinque anni. L'autonomia strategica e gli incrementi di produttività generati dall'IA possono rendere la crescita più resiliente, ma non strutturalmente più robusta. Nel frattempo, l'inflazione si sta radicando di più, spinta dalla domanda di energia, dalle tensioni geopolitiche e dai rischi climatici, oltre che dall'attuale fase del ciclo economico.

Il debito sta ridisegnando i mercati

Le dinamiche del debito stanno muovendosi al centro dello scenario. Tali dinamiche implicano rendimenti strutturalmente più elevati sul tratto lungo della curva e un ruolo maggiore della politica fiscale, ridefinendo così l'attrattiva del debito USA e del dollaro. Questo quadro dovrebbe incoraggiare, nei prossimi anni, un ritorno verso i titoli di Stato domestici, premiando specialmente i mercati obbligazionari europeo e giapponese.



Vincent MORTIER
Group Chief
Investment Officer



Philippe D'Orgeval
Deputy Group Chief
Investment Officer

La diversificazione per costruire resilienza

La resilienza dei portafogli richiede ora ben più di una esposizione al mercato più ampio. L'oro è diventato un tassello strategico nell'allocation poiché la frammentazione geo-economica accresce la domanda di riserve di valore politicamente neutrali. I private asset - in particolare le infrastrutture e il private equity - offrono ancora dei rendimenti, ma richiedono un approccio più selettivo.

L'asset allocation deve adattarsi

L'asset allocation strategica deve adattarsi a un mondo caratterizzato da una maggiore dispersione. In un contesto di crescente divergenza tra orizzonti temporali, paesi e valute, gli investitori devono posizionare i portafogli più attivamente in linea con la propria propensione al rischio attraverso un mix più ampio di obbligazioni, azioni, oro e private asset.



John O'Toole
Global Head - CIO
Solutions, Amundi

PUNTI CHIAVE

Adattarsi alle rotture

Le principali convinzioni riguardo alle CMA per il 2026

1

La rottura non rappresenta più uno shock per il sistema, è il sistema

L'economia è nel pieno di un cambio di regime strutturale. La riconfigurazione delle rotte commerciali, il coordinamento più debole delle politiche economiche, la spinta verso l'autonomia strategica, i ritardi nella transizione energetica e la diffusione diseguale dell'IA stanno rendendo la volatilità un fattore endogeno piuttosto che un semplice sottoprodotto di shock esterni. La crescita può mantenersi resiliente, sostenuta dalla spesa pubblica e da incrementi selettivi di produttività; tuttavia, la frammentazione e il freno demografico difficilmente permetteranno un'accelerazione sostenuta del PIL. Anche l'inflazione si sta facendo più vischiosa a causa di fattori come la domanda di materie prime, la geopolitica e il rischio climatico. Autorità politiche e investitori devono adattarsi a un mondo in cui la resilienza conta quanto l'efficienza.

2

Deficit strutturali, dominanza fiscale e internalizzazione del debito

I governi continueranno a dare la priorità alla difesa, alla politica industriale, all'adattamento delle competenze lavorative all'IA, all'autonomia energetica e agli ammortizzatori sociali. L'attuale crisi energetica sta dimostrando che le finanze pubbliche fragili non costituiscono più un limite rigido agli interventi, alimentando la permanenza di un debito elevato e di tassi a lunga scadenza strutturalmente elevati. La dominanza fiscale probabilmente diventerà probabilmente un elemento chiave dei prossimi dieci anni.

L'aumento delle emissioni di titoli di Stato, i tassi nazionali più alti e la pressione regolatoria verso il finanziamento interno potrebbero spingere gli investitori a riportare i capitali sui mercati domestici. I flussi finanziari influenzeranno anche le dinamiche valutarie; in questo contesto, il ruolo egemone del dollaro USA è destinato a una graduale erosione piuttosto che a un tramonto repentino.

3

Un insieme di opportunità frammentate tra aree geografiche e orizzonti temporali

Le nostre assunzioni sui mercati dei capitali (CMA) del 2026 prospettano sul lungo termine rendimenti attesi interessanti per la maggior parte delle asset class; le prospettive sulle obbligazioni sono state riviste leggermente al rialzo, mentre l'azionario continua a offrire rendimenti potenzialmente solidi, compresi tra il 6,5% e il 7,5%. I private asset, e il private equity in particolare, mantengono un maggior potenziale di rendimento. Nei prossimi cinque anni, la dispersione dei rendimenti tra le diverse aree geografiche è destinata ad aumentare, mentre nel lungo periodo la dispersione settoriale e l'adattamento climatico genereranno nuove opportunità. Lo scenario macroeconomico complessivo richiede di bilanciare l'esposizione verso attività a più alto rendimento - come i mercati emergenti, l'India e il private equity - con asset class in grado di conferire maggiore resilienza, tra cui i titoli di Stato globali, le obbligazioni societarie, investment grade globali e il debito emergente.

4

I private asset e gli investimenti alternativi richiedono una maggiore selettività

I private asset possono contribuire a generare rendimenti superiori nel lungo periodo, ma i driver della performance stanno cambiando. L'aumento dei tassi nominali è destinato a frenare l'espansione dei multipli di valutazione, rendendo i rendimenti meno dipendenti da quest'ultima. La performance sarà invece guidata in misura maggiore dal reddito e dalla creazione di valore attraverso la gestione operativa.

A livello di singole asset class, le infrastrutture e il private credit dovrebbero beneficiare del crescente fabbisogno di investimenti, mentre il private equity europeo appare più attraente rispetto a quello statunitense, grazie a valutazioni più contenute e a flussi di investimento legati all'autonomia strategica.

5

Asset allocation strategica: bilanciare prospettive globali e orientamenti locali

Gli investitori devono diversificare per rafforzare la resilienza dei portafogli. Nel prossimo decennio, le obbligazioni aggregate e il debito dei mercati emergenti (ME) assumeranno un ruolo crescente come ancora di stabilità, in particolare per i profili di rischio moderato. Sul fronte azionario, i Mercati Emergenti guadagnano rilevanza, sostenuti da prospettive di rendimento a lungo termine più elevate. Nell'ambito dei private asset, il private equity si conferma il principale motore di crescita, mentre le infrastrutture e il private debt assumono un ruolo di rilievo come asset generatori di flussi reddituali. L'oro rappresenterà uno strumento fondamentale di allocazione strategica, a supporto sia della diversificazione che del potenziale di rendimento.

Di conseguenza, un'allocazione dinamica, globale e diversificata, con un obiettivo di volatilità del 12%, dovrebbe generare rendimenti annui compresi tra il 6,4% e il 7,4% per gli investitori in EUR e USD; gli investitori in area Euro beneficerebbero in particolare di un miglioramento del rapporto rischio-rendimento.

Dal 2025 al 2026: che cos'è cambiato

Crescita nominale più alta, inflazione più vischiosa e approccio più rigoroso alla selettività

Quadro macroeconomico

Crescita nominale più robusta con un'inflazione più vischiosa

Rispetto allo scorso anno, le nostre CMA per il 2026 riflettono un quadro nominale più solido. La crescita è stata rivista al rialzo in molte regioni grazie a una traiettoria più lenta verso la transizione energetica, incrementi di produttività più veloci legati all'impiego dell'IA e al continuo supporto fiscale. Anche l'inflazione è stata rivista al rialzo e sta diventando strutturalmente più vischiosa.

IPOTESI SULLE CLASSI DI ATTIVI

Aumenta l'attrattività dei titoli di Stato e cresce l'importanza delle valute

La revisione al rialzo più significativa rispetto al 2025 riguarda i titoli di Stato. Rendimenti iniziali più elevati, curve dei rendimenti più ripide e ipotesi più favorevoli sui premi al termine sostengono aspettative di rendimento a lungo termine superiori, con il Giappone che spicca di più. Il comparto obbligazionario torna a rivestire un ruolo più significativo, non più soltanto in termini di generazione di flussi cedolari, ma anche come elemento di diversificazione e pilastro di resilienza dei portafogli. Parallelamente, la componente valutaria assume una rilevanza maggiormente strategica, in un contesto in cui prosegue la graduale erosione della dominanza del dollaro da noi già prevista nel 2025.

Le obbligazioni societarie sono meno interessanti rispetto a un anno fa

Nel 2025, il restringimento dei differenziali di credito negli Stati Uniti e nei mercati emergenti ha ridotto il potenziale dei rendimenti futuri. Nonostante un carry ancora attrattivo, la fase di contrazione degli spread è da considerarsi conclusa, mentre emergono con maggiore evidenza i rischi di default sul medio periodo. Il credito mantiene il suo ruolo nei portafogli, ma richiede un approccio più selettivo e più sensibile alle valutazioni iniziali.

I rendimenti azionari rimangono interessanti, ma sono più differenziati.

Le aspettative sugli utili azionari sono migliorate, sostenute da un quadro macroeconomico più solido, dagli investimenti in conto capitale nell'ambito dell'IA e da venti favorevoli di settore. Tuttavia, l'attuale compressione dei premi al rischio va a erodere questi vantaggi in modo più consistente rispetto allo scorso anno. **Il quadro regionale risulta quindi più eterogeneo.** I mercati emergenti sono da preferire ai mercati sviluppati, ma all'interno di quest'ultimi **Europa e Giappone mostrano una maggiore attrattività** rispetto agli Stati Uniti, dove la concentrazione e le valutazioni elevate rappresentano i vincoli principali.

I private asset mantengono ancora un ruolo centrale, ma la selettività è diventata determinante.

I private asset e gli investimenti alternativi continuano a rappresentare un importante fattore di incremento dei rendimenti a lungo termine, anche se presentano un potenziale ridotto rispetto all'era dell'espansione dei multipli e dei tassi ultra-bassi. Il rendimento, la creazione di valore con la gestione operativa e la selezione del gestore assumono oggi un'importanza prioritaria. Le stime sui private asset per l'anno in corso sono presentate al netto delle commissioni; ciò rende il confronto con il 2025 meno immediato, ma più realistico dal punto di vista dell'investitore.

Implicazioni di portafoglio

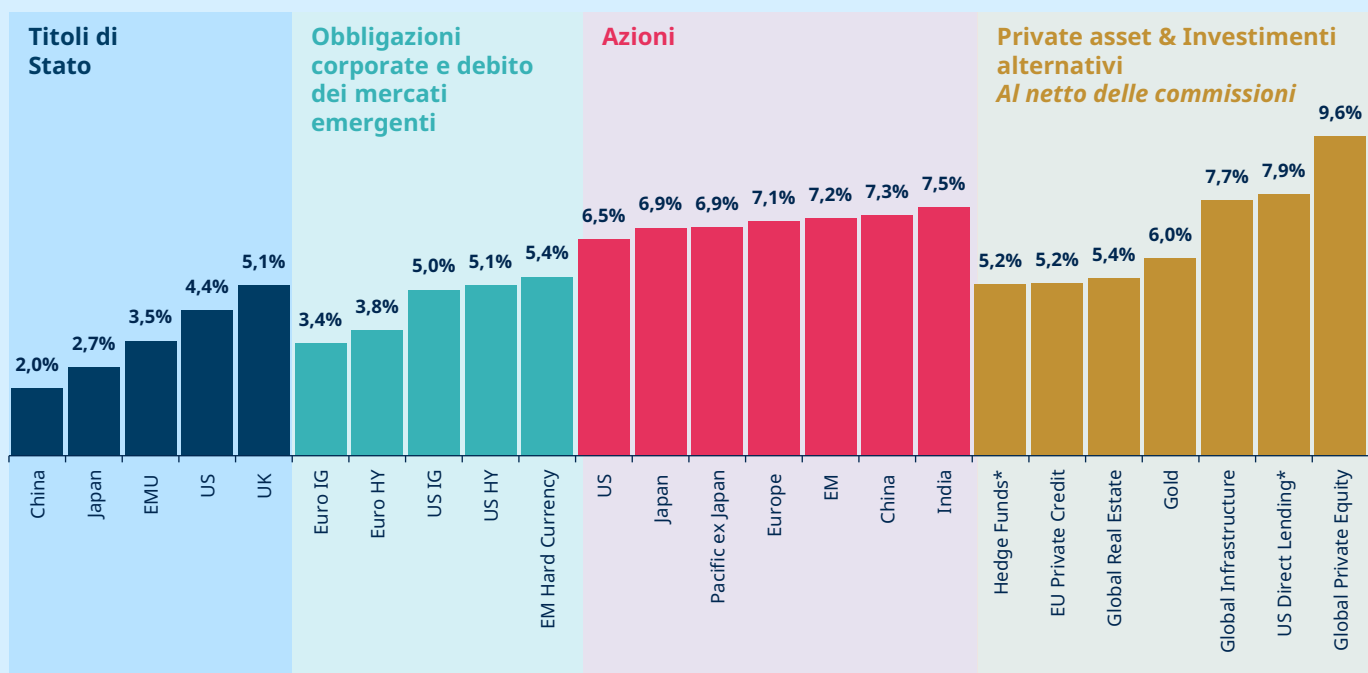
Sintesi delle implicazioni di portafoglio

Rispetto al 2025, il messaggio è chiaro: va dato maggior peso all'asset class obbligazionaria, il comparto societario richiede maggior selettività, i rendimenti azionari sono ancora attrattivi ma più disomogenei, mentre i private asset richiedono un approccio più strutturato. In un mondo caratterizzato da rotture, l'asset allocation strategica conta meno come semplice esposizione ai mercati nel loro insieme e sempre più come capacità di unire potenziale di rendimento e resilienza.

PUNTI CHIAVE

Rendimenti attesi a lungo termine: un quadro attraente in tutti i comparti

Rendimenti attesi a dieci anni in valuta locale, alfa escluso



Obbligazioni

Bilanciare locale e globale

- **Giappone:** è il paese ove si è registrato il maggior miglioramento dei rendimenti, ora i più interessanti a livello mondiale
- **Euro:** un'allocazione core per gli investitori in euro, con un miglioramento dei rendimenti attesi e del profilo rischio-rendimento.
- **Stati Uniti:** carry attraente, anche se la debolezza del dollaro lo rende meno attrattivo per gli investitori internazionali.
- **Corporate investment grade:** offre uno dei migliori profili rischio-rendimento nell'obbligazionario.
- **High Yield:** offre ancora carry, ma la compressione degli spread riduce il margine d'errore e impone una maggiore selettività.
- **ME:** miglior potenziale di rendimento nel comparto obbligazionario, con un mix interessante di carry e diversificazione.

Azioni

Ancora ME, Europa, Giappone

- **Stati Uniti:** resilienti, ma frenati da valutazioni elevate e rischio di concentrazione.
- **Giappone:** miglior profilo rischio-rendimento grazie alla riforma della governance, ai buyback e all'efficienza dell'uso del capitale.
- **Europa:** rendimenti interessanti grazie alle riforme, all'IA e alla dinamica industriale.
- **ME:** da preferire ai mercati sviluppati; crescita del settore tecnologico, dei servizi digitali e del manifatturiero avanzato.
- **Cina:** più selettivi, con un potenziale di rialzo derivante dal settore tecnologico e dal sostegno delle politiche economiche.
- **India:** forte crescita strutturale, con un solido potenziale di utili.

Private asset & Investimenti alternativi

Tempo di essere selettivi

- **Hedge Fund*:** particolarmente adatti in un mondo dove c'è una forte dispersione e dove le correlazioni instabili creano maggiori opportunità.
- **Private Debt:** carry interessante, ma richiede molta selettività.
- **Settore immobiliare:** ripresa trainata dai redditi, riflettori puntati sulla logistica e sul settore industriale
- **Oro:** si conferma un'asset class d'elezione nelle fasi di instabilità geopolitica; solidi motivi supportano nel medio-lungo periodo una domanda sostenuta.
- **Infrastrutture:** asset class favorita dagli investitori della zona Euro, supportata da digitalizzazione, transizione energetica ed esigenze in materia di sicurezza.
- **Private equity:** ottimi rendimenti; privilegiare l'Europa agli Stati Uniti.

Fonte: CASM Model di Amundi, la data d'inizio è il 31/12/2025. I rendimenti sono espressi in termini nominali e al lordo delle commissioni, fatta eccezione per i private asset e gli investimenti alternativi, i quali sono presentati al netto dei costi di gestione e amministrativi. I rendimenti attesi tengono conto sia del beta di mercato, sia del premio al rischio specifico degli investimenti alternativi. La componente di rendimento generata dall'alfa derivante dalla gestione attiva, dalla selezione delle strategie o da specifici programmi di creazione di valore, che può risultare significativa soprattutto per i private asset e gli investimenti alternativi, non viene considerata in alcun modo. Le stime di rendimento per le attività obbligazionarie riflettono una duration media coerente con il benchmark di mercato. Per ulteriori informazioni si veda la sezione "Fonti e ipotesi".

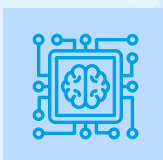
* Riguardo al direct lending statunitense, le stime tengono conto della leva finanziaria a livello del fondo. Hedge Fund si riferisce ai Fondi di Fondi. I rendimenti previsti non sono necessariamente indicativi della performance futura, che potrebbe essere sostanzialmente diversa.

Trasformare la frammentazione in una crescita sostenibile



Opportunità in un quadro caratterizzato da rotture

La rottura può trasformarsi in un'opportunità, a patto che le autorità politiche si dimostrino all'altezza della sfida. I governi possono incoraggiare la rilocalizzazione delle attività produttive e incentivare la formazione di capitale e la produttività attraverso politiche industriali mirate, la costituzione di risorse strategiche e rinnovati investimenti in istruzione, sanità e riqualificazione professionale.



L'IA potrebbe ritardare l'effetto demografico sulla crescita

Il progresso tecnologico sta accelerando. L'IA potrebbe incrementare la produttività, sopperire alla carenza di manodopera e consentire una riqualificazione professionale su vasta scala. Tuttavia, il progresso dipende dalla capacità dei Paesi di innovare e di garantire la rapida diffusione dell'IA. Il successo di tali iniziative porterà incrementi di produttività in grado di compensare temporaneamente l'impatto negativo dell'invecchiamento demografico sulla crescita.



Una traiettoria più lenta verso le emissioni Net Zero

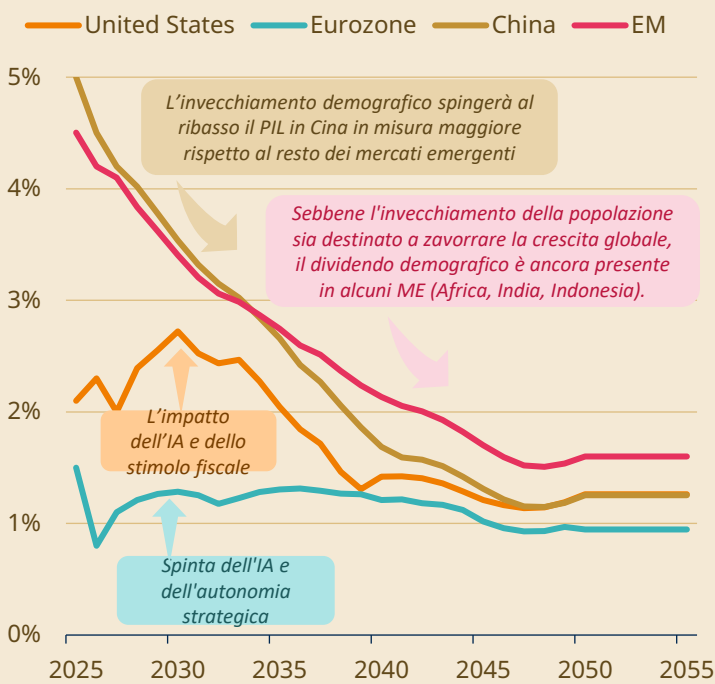
Abbiamo ulteriormente ridotto la probabilità assegnata allo scenario Net Zero a favore di una transizione ritardata. Nel breve termine, la posizione dell'amministrazione americana sulla transizione energetica sta costituendo un precedente che altri Paesi potrebbero essere tentati di seguire. Ciò detto, i Paesi che dipendono dall'energia potrebbero essere costretti ad accelerare l'implementazione di opzioni più sostenibili.



L'autonomia strategica potrebbe aumentare la resilienza

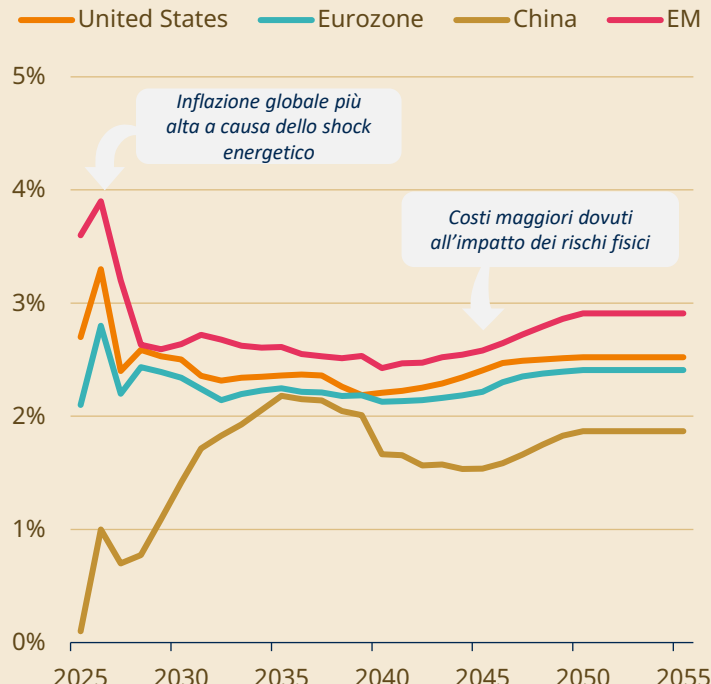
L'autonomia strategica si è imposta come una questione di sicurezza nazionale e potrebbe contribuire a smorzare la volatilità delle oscillazioni economiche, anche se non dovesse spingere i tassi di crescita. Le politiche industriali e commerciali si stanno riorientando verso le priorità della sicurezza nazionale e i flussi finanziari seguiranno questa direzione. Tali cambiamenti causeranno un aumento dei costi sul breve termine, ma sul lungo termine supporteranno una crescita sostenibile.

Outlook sulla crescita



Fonte: Amundi Investment Institute 2026 Capital Market Assumptions.

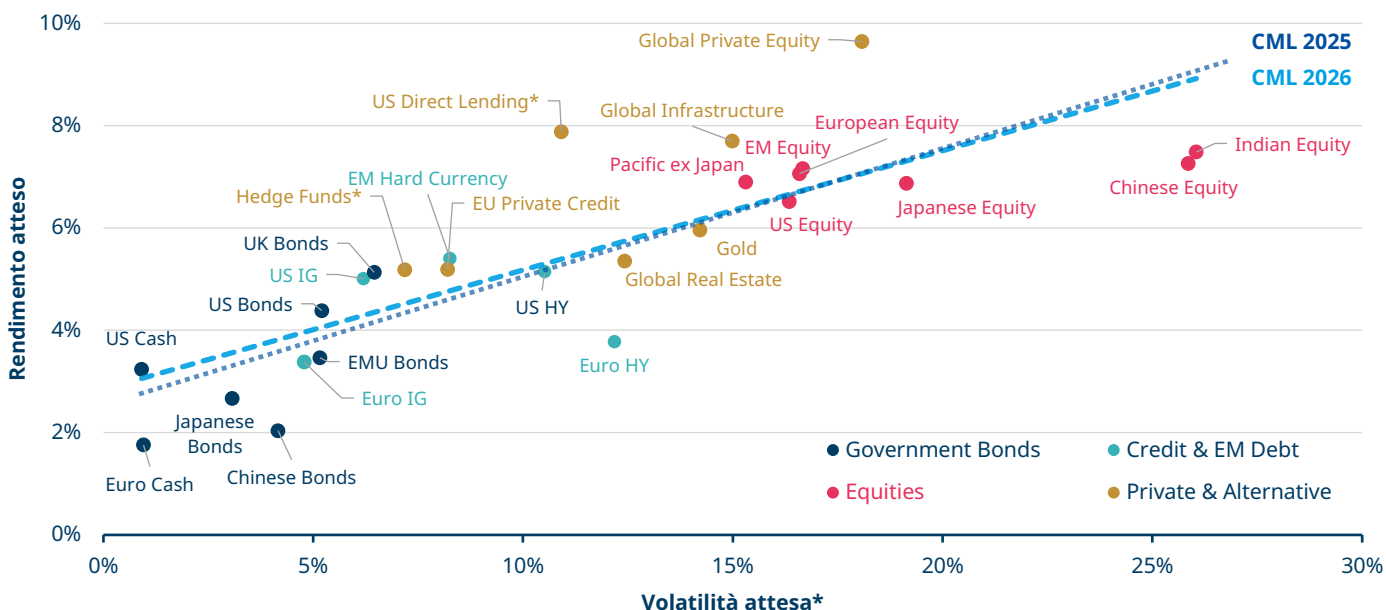
Outlook sull'inflazione



Fonte: Amundi Investment Institute 2026 Capital Market Assumptions.

La Capital Market Line (CML) si mantiene stabile rispetto allo scorso anno, con un'attenzione particolare rivolta ai private asset e agli investimenti alternativi

Grafico a dispersione dei rendimenti attesi a 10 anni rispetto alla volatilità attesa in valuta locale, al netto dell'alfa idiosincronico.



Asset class con il miglior rapporto rischio-rendimento in valuta locale

		Rendimenti attesi a dieci anni	Volatilità simulata a dieci anni**	Rapporto rendimento - rischio
Migliori asset class nel segmento ad alta volatilità (Volatilità simulata >14%)	Private Equity globale	9,6%	18,1%	53,4%
	Infrastrutture globali	7,7%	15,0%	51,4%
	Azioni Pacifico, ex Giappone	6,9%	15,3%	45,1%
	Azioni dei mercati emergenti	7,2%	16,7%	43,0%
	Azioni europee	7,1%	16,6%	42,6%
	Azioni USA	6,5%	16,3%	39,9%
	Azioni giapponesi	6,9%	19,1%	35,9%
	Azioni indiane	7,5%	26,0%	28,7%
	Azioni cinesi	7,3%	25,9%	28,1%
	Oro	6,0%	14,2%	41,9%
Migliori asset class nel segmento a media volatilità (Volatilità simulata 7 -14%)	Direct Lending* USA	7,9%	10,9%	72,2%
	Hedge Funds*	5,2%	7,2%	72,2%
	Debito in valuta forte dei mercati emergenti:	5,4%	8,3%	65,4%
	Private Credit UE	5,2%	8,2%	63,3%
	Obbligazioni societarie HY USA	5,1%	10,5%	48,9%
	Immobiliare globale	5,4%	12,4%	43,1%
	Obbligazioni societarie HY in euro	3,8%	12,2%	31,0%
	Migliori asset class nel segmento a bassa volatilità (Volatilità simulata < 7%)	Obbligazioni giapponesi	2,7%	3,1%
Obbligazioni USA		4,4%	5,2%	84,2%
Obbligazioni societarie IG USA		5,0%	6,2%	80,7%
Obbligazioni Regno Unito		5,1%	6,5%	79,5%
Obbligazioni societarie IG in euro		3,4%	4,8%	70,7%
Obbligazioni EMU		3,5%	5,2%	67,1%
Obbligazioni USA, obbligazioni UK		2,0%	4,2%	49,0%
Obbligazioni cinesi		2,0%	4,2%	49,0%

Fonte: Modello CASM di Amundi; data di inizio: 31/12/2025. I rendimenti sono espressi in termini nominali e in valuta locale, a eccezione del debito emergente in valuta forte (EM HC Debt), delle infrastrutture globali e degli Hedge Fund, i cui rendimenti sono espressi in USD. I rendimenti attesi tengono conto sia del beta di mercato, sia del premio al rischio specifico degli investimenti alternativi. La componente di rendimento generata dall'alfa derivante dalla gestione attiva, dalla selezione delle strategie o da specifici programmi di creazione di valore, che può risultare significativa soprattutto per i private asset e gli investimenti alternativi, non viene considerata in alcun modo. Le stime di rendimento per le attività obbligazionarie riflettono una duration media coerente con i benchmark di mercato. Il rapporto rendimento/rischio (espresso come il rapporto tra rendimenti attesi e volatilità economica) tende generalmente a diminuire all'aumentare del rischio. Per ulteriori informazioni si veda la sezione "Fonti e ipotesi". * Per quanto riguarda il direct lending statunitense, le stime tengono conto della leva finanziaria a livello del fondo. Hedge Fund: Fondi di Fondi. La volatilità attesa per gli alternative asset è derivata da serie storiche di rendimento non smussate. Questo valore differisce quindi dalla volatilità desunta dall'IRR realizzato. I rendimenti previsti non sono necessariamente indicativi della performance futura, che potrebbe essere sostanzialmente diversa. Le ipotesi CML per il 2026 sono aggiornate al 31/12/2025, mentre quelle per il 2025 sono riferite al 31/12/2024. Le ipotesi relative a private asset e investimenti alternativi per il 2025 sono al netto delle commissioni per garantire coerenza con le nuove ipotesi di calcolo.

VIEW SULLE ASSET CLASS

Azioni: le dinamiche regionali spingono i rendimenti

Nel prossimo decennio, tra i mercati sviluppati le azioni USA continueranno probabilmente a fornire il maggior incremento degli EPS, attorno al 7% annuo. Tuttavia, i rischi di concentrazione e di valutazione rimarranno un vincolo cruciale per i rendimenti futuri, sebbene i movimenti di mercato registrati da inizio 2026 - non ancora inglobati nelle nostre CMA - abbiano già iniziato ad attenuare alcuni eccessi.

E' quindi indispensabile diversificare i portafogli. Europa e Pacifico ex-Giappone restano le aree preferite per il rendimento da dividendi, mentre il Giappone si distingue come il mercato più attraente. I mercati emergenti, in particolare l'India, rimangono una fonte importante di opportunità, supportati da una crescita degli EPS più robusta. Tuttavia, il percorso non sarà lineare: ci attendiamo frequenti rotazioni tra Stati Uniti, mercati emergenti e mercati internazionali man mano che il capitale verrà riallocato, unitamente a una maggiore dispersione intersettoriale poiché l'IA, l'autonomia strategica e la transizione energetica ridefiniranno il set di opportunità.

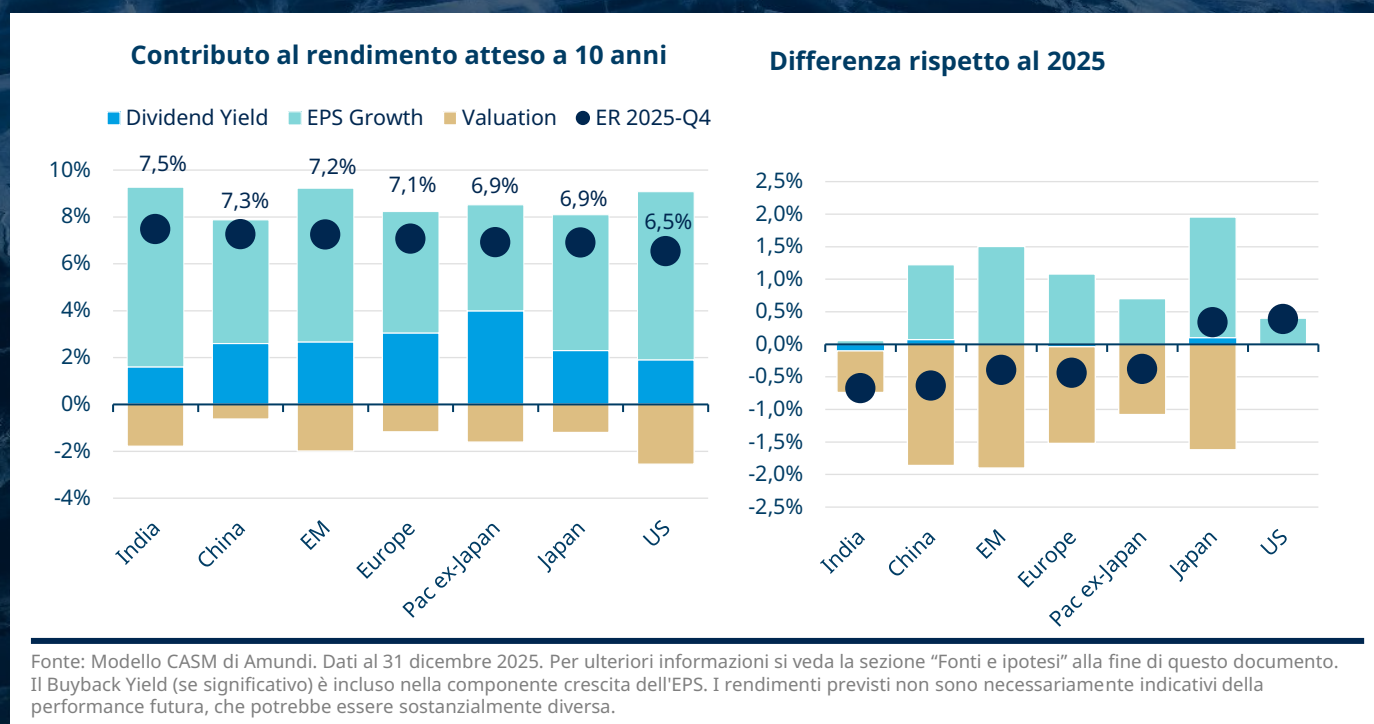
Il prossimo decennio sarà caratterizzato meno da singole chiamate direzionali e più dalla capacità di cogliere opportunità a livello interregionale e intraregionale, integrando l'analisi del contesto locale (in particolare liquidità e obbligazioni governative locali. Nella tabella seguente vengono riportati, per le quattro principali aree valutarie, il premio al rischio azionario e delle obbligazioni locali rispetto alla liquidità.

Premi azionari e premi valutari: G4

Valuta:	USD	EUR	GBP	JPY
Cash Return	3,2%	1,8%	3,1%	1,2%
Premio a dieci anni vs. liquidità				
Titoli di Stato locali	1,1%	1,7%	2,0%	1,5%
Azioni USA	3,3%	4,2%	2,3%	1,4%
Azioni europee	4,6%	5,5%	3,6%	2,7%
Azioni giapponesi	7,7%	8,6%	6,7%	5,7%
Azioni dei mercati emergenti	4,7%	5,6%	3,7%	2,8%
Azioni cinesi:	5,0%	5,9%	4,0%	3,1%
Azioni indiane	4,0%	4,9%	3,0%	2,2%
Azioni globali	3,8%	4,9%	2,9%	2,3%
Azioni globali AC	4,0%	5,1%	3,1%	2,4%

Fonte: Modello CASM di Amundi Dati al 31 dicembre 2025. Per ulteriori informazioni si veda la sezione "Fonti e ipotesi" alla fine di questo documento. I rendimenti previsti non sono necessariamente indicativi della performance futura, che potrebbe essere sostanzialmente diversa. I premi azionari non sono coperti dal rischio di cambio.

Scomposizione dei rendimenti attesi a 10 anni per il comparto azionario (valuta locale)



VIEW SULLE ASSET CLASS

Temi e view settoriali regionali di lungo periodo

L'intelligenza artificiale riveste un ruolo cruciale non solo perché potrebbe aumentare la produttività, ma perché sta già riconfigurando le spese in conto capitale, la leadership settoriale e le opportunità d'investimento su base regionale.

Stati Uniti: la rivoluzione dell'intelligenza artificiale, dal software agli investimenti industriali

Gli Stati Uniti si confermano l'ecosistema IA più ampio e maturo, ma la prossima fase sarà determinante perché il meccanismo di trasmissione sta cambiando. Il tema non è più legato solo al comparto software, ai modelli linguistici e all'adozione digitale, ma coinvolge in misura crescente **l'IA fisica, i data center, la domanda energetica, la capacità produttiva dei semiconduttori, l'automazione, la robotica e gli investimenti industriali**. In altre parole, gli investimenti stanno anticipando il processo attraverso il quale l'IA incide sulla crescita e sugli utili, prima ancora che il pieno dividendo di produttività sia visibile nei dati macroeconomici aggregati. Questo è un fattore determinante per i mercati perché **amplia la platea dei beneficiari**. È probabile che l'ultima ondata dell'IA supporterà non solo le large cap tecnologiche, ma anche **i beni strumentali, i titoli industriali, selezionati segmenti dei materiali, le utility, le infrastrutture energetiche e alcuni segmenti del settore finanziario**. Il passaggio dai **'bytes ai mattoni'** implica un incremento della spesa in attrezzature, reti e infrastrutture fisiche, permettendo ai comparti legati agli investimenti e all'implementazione di partecipare in modo più incisivo al ciclo dell'IA.

Nel complesso, tale scenario sostiene un outlook costruttivo nel medio-lungo termine per i rendimenti azionari statunitensi nonostante i livelli di valutazione iniziali sfidanti. Tuttavia, questo implica che per l'azionario statunitense il tema centrale **non sarà più tanto l'espansione dei multipli dell'intero indice, quanto piuttosto la dispersione interna**. L'IA non sosterrà tutti i comparti allo stesso modo: il suo ruolo sarà quello di rafforzare la leadership in alcuni segmenti e di mettere in discussione i modelli di business in altri.

Europa: implementazione dell'IA, difesa e rinnovamento industriale

L'Europa è ben posizionata per beneficiare dello stesso ampliamento del ciclo degli investimenti. L'importanza dell'IA non risiede solo nell'adozione del software, ma nel fatto che **le sue ricadute industriali favoriscono le regioni con solide competenze nell'ingegneristica, nei beni strumentali e nel manifatturiero**. Questo è uno dei motivi per cui la tempistica è cruciale per l'Europa tanto quanto per gli Stati Uniti: la monetizzazione dell'IA passa sempre meno dalle piattaforme e sempre più dalla dotazione strumentale, dalle infrastrutture e dall'ammodernamento industriale.

Tale dinamica si aggiunge ai driver strutturali europei. La necessità di potenziare **le capacità di difesa, la sicurezza energetica, le infrastrutture digitali e l'autonomia strategica** sta spingendo al rialzo gli investimenti e rafforzando il ruolo dei settori ciclici e industriali. Un'ulteriore integrazione e deregolamentazione a livello europeo potrebbe fornire altri impulsi al processo, ampliando la platea dei beneficiari del mercato oltre i grandi esportatori e campioni globali.

Nei prossimi dieci anni ciò dovrebbe sostenere le azioni europee grazie a una combinazione di ripresa dell'industria, di interventi governativi e di un mix settoriale più favorevole. Il punto cruciale è che l'Europa non ha bisogno di essere capofila nello sviluppo dei modelli di base per trarne vantaggio: può infatti estrarre valore attraverso l'implementazione delle tecnologie, l'adattamento industriale e la spesa in conto capitale. Di conseguenza, la narrazione europea si sposta progressivamente verso l'adozione pratica dell'IA, superando la dimensione della pura innovazione tecnologica dell'IA.

Giappone: la riforma della governance incontra il ciclo degli investimenti

Il mercato azionario giapponese continua a beneficiare di un cambio di regime strutturale, ma nell'attuale fase di trasformazione globale anche la dinamica degli utili sta diventando più favorevole. Un contesto globale caratterizzato dalle **spese in conto capitale, dall'ammodernamento industriale, dall'automazione e dalla riorganizzazione delle filiere di approvvigionamento** valorizza molti dei punti di forza del Giappone, tra cui i macchinari, l'automazione industriale, la componentistica e il manifatturiero di fascia alta. In questo senso, l'IA globale e il ciclo industriale stanno rafforzando l'impegno riformistico del Giappone invece di sostituirlo.

Al contempo, la narrazione sull'azionario del Giappone rimane incentrata sul miglioramento dell'efficienza del capitale. Man mano che l'inflazione si consolida e le riforme di governance continuano a ridefinire il comportamento delle imprese, queste ultime stanno impiegando la liquidità in eccesso in modo più produttivo, migliorando **il ROE, la disciplina dei dividendi e l'efficienza di bilancio**. Ecco perché il Giappone appare sempre più come un caso di **"qualità del capitale"** piuttosto che come un semplice investimento ciclico legato alla reflazione.

In termini di CMA, il Giappone si distingue perché due forze stanno agendo assieme: **il supporto esterno derivante dal ciclo degli investimenti e dell'IA, e la spinta interna derivante da governance e disciplina del capitale**. Il risultato dovrebbe essere una maggiore differenziazione tra le società capaci di adattarsi rapidamente e quelle destinate a rimanere indietro, ma in un quadro di fondo nel lungo termine strutturalmente più solido per l'intero mercato.

VIEW SULLE ASSET CLASS

Temi e view settoriali regionali di lungo periodo

In Asia e nei mercati emergenti, il messaggio di fondo non cambia: i rendimenti a lungo termine dipenderanno meno dall'andamento generale del beta e molto più dalla composizione, dall'integrazione delle nuove tecnologie e dalla capacità di muoversi in un mondo sempre più frammentato.

Cina: dal macro-beta alla selettività settoriale

L'outlook sull'azionario cinese dipende sempre più una **questione di composizione**. Il mercato si sta evolvendo verso una **struttura a due velocità** più pronunciata, con i settori legati a tecnologia e innovazione che si distanziano ulteriormente dai settori tradizionali legati all'immobiliare, all'eccesso di capacità produttiva o alla debolezza della domanda interna. Tale divario è cruciale perché il beta della Cina sarà sempre meno significativo: nei prossimi dieci anni è probabile che i rendimenti dipenderanno in misura crescente dalla selezione settoriale e dai singoli titoli.

Il motivo per cui questo sta accadendo proprio ora è che la prossima fase dell'azionario cinese non sarà verosimilmente caratterizzata da una ampia ripresa ciclica, quanto piuttosto da velocità e ampiezza della diffusione tecnologica, inclusi l'adozione dell'IA, l'automazione, il manifatturiero avanzato e le infrastrutture digitali. Queste forze possono dare impulso alla produttività e agli utili in alcuni segmenti anche laddove la crescita macroeconomica aggregata dovesse mantenersi più contenuta che in passato.

In termini delle nostre CMA, la Cina sta diventando quindi un mercato in cui la **dispersione sta aumentando strutturalmente**. Le aziende vincenti nei settori tech e manifatturiero avanzato potrebbero continuare ad acquisire peso all'interno degli indici, mentre i settori della "old economy" rimarranno frenati da un ridotto potere di determinazione dei prezzi, dai cambiamenti delle politiche e da una minore efficienza del capitale. L'opportunità di lungo periodo rimane reale, ma è sempre più legata alla selettività piuttosto che a un'esposizione generalizzata al mercato.

India: la crescita strutturale incontra l'implementazione

Le ragioni per investire in India nel medio e lungo termine continuano ad essere sostenute da **solidi driver strutturali di crescita**. Una demografia favorevole, il potenziamento delle infrastrutture, la politica industriale e la diversificazione delle filiere di approvvigionamento stanno rafforzando il motore della crescita interna e migliorando il ruolo del Paese nel processo di riorganizzazione delle attività manifatturiere mondiali. L'India si conferma come una delle più solide storie di crescita a lungo termine all'interno delle CMA.

Il «perché ora» è che l'India non è più soltanto una storia demografica, ma sempre più una storia di **esecuzione**: gli investimenti pubblici e privati, il potenziamento della logistica e dei trasporti, le infrastrutture digitali e la continuità politica stanno trasformando la crescita in opportunità più investibili. In un contesto in cui le imprese globali diversificano la produzione e l'allocazione dei capitali, l'India gode di un posizionamento privilegiato per intercettare nel tempo una quota crescente di flussi di investimento incrementali.

Ciò detto, l'andamento della storia non sarà lineare. Le valutazioni incorporano ancora aspettative elevate, lasciando meno spazio a eventuali delusioni rispetto ad altri mercati. Tuttavia, l'India rimane una scelta convincente: la sua tesi di investimento a lungo termine è sostenuta da una forte combinazione di **domanda interna, slancio delle riforme e riallocazione dei flussi globali, con** la capacità di generare utili destinata a rivelarsi probabilmente più duratura rispetto a molti altri mercati emergenti.

Mercati emergenti: opportunità più ampie, dispersione più marcata.

L'outlook di medio termine per gli utili nei mercati emergenti rimane costruttivo, ma l'universo di investimento dei mercati emergenti sta diventando **più differenziato**. I mercati emergenti non si comportano più come un monoblocco macroeconomico. La composizione degli indici sta cambiando, i pesi settoriali si stanno modificando e si sta ampliando il divario tra i paesi legati all'innovazione, alle riforme domestiche e al rafforzamento industriale, rispetto alle economie ancora dipendenti dalle materie prime o dipendenti da flussi di finanziamenti esterni.

Questo cambiamento sarà importante per il prossimo decennio. I mercati emergenti dovrebbero continuare a beneficiare di driver strutturali di lungo periodo, tra cui demografia, urbanizzazione, recupero di efficienza e potenziamento degli investimenti tecnici, tuttavia è improbabile che tali vantaggi si traducano in un premio uniforme al rischio azionario. I rendimenti dipenderanno in misura crescente dal mix settoriale, dalla composizione dell'indice, dalla qualità della governance e dalla capacità dei Paesi di posizionarsi all'interno della prossima fase di riconfigurazione degli scambi globali, degli assetti energetici e degli equilibri tecnologici.

Una componente chiave di questo cambiamento è di natura settoriale. Nel tempo, è probabile che gli indici dei mercati emergenti vedano un aumento del peso relativo di **tecnologia, servizi digitali, manifatturiero avanzato, energia green, mobilità elettrica e servizi finanziari digitali**, mentre l'incidenza di settori più tradizionali come i materiali, l'energia e i servizi finanziari convenzionali tenderà gradualmente a ridursi. Tale scenario dovrebbe favorire **una maggiore dispersione all'interno dei mercati emergenti**, accentuando il divario tra i Paesi esportatori di materie prime tradizionali e quelli in grado di riposizionarsi verso i nuovi trend industriali e l'energia green.

FONTI E IPOTESI

Fonti e ipotesi

Le **ipotesi macroeconomiche** sono di Amundi Investment Institute e si basano su modelli interni, mentre gli scenari climatici e i percorsi socio-economici si basano sui modelli del NGFS (Network for Greening the Financial System).

Fonti delle CMA: Modello CASM di Amundi Asset Management, Amundi Asset Management Quant Solutions e Amundi Investment Institute Teams. Dati macroeconomici aggiornati all'ultima rilevazione. La data di inizio della simulazione è il 31 dicembre 2025. Rendimenti azionari basati sugli indici MSCI. Le duration di riferimento rappresentano dati medi I rendimenti degli asset creditizi sono comprensivi delle perdite dovute a default. Se non diversamente specificato, i rendimenti attesi sono i rendimenti totali medi annualizzati geometrici nell'ottica di tempo specificata. Il debito dei ME in valuta forte, l'EM-GBI, le infrastrutture globali e gli hedge funds sono in USD, tutti gli altri indici sono in valuta locale. I rendimenti sono espressi in termini nominali e al lordo delle commissioni, fatta eccezione per i private asset e gli investimenti alternativi, i quali sono presentati al netto dei costi di gestione e amministrazione. Per quanto riguarda il direct lending statunitense, le stime tengono conto della leva finanziaria a livello di fondo. Gli immobili si riferiscono a tutte le proprietà immobiliari svincolate. La categoria Hedge Fund è rappresentata, ai fini dell'analisi, dai Fondi di Fondi. I rendimenti attesi tengono conto sia del beta di mercato, sia del premio al rischio specifico degli investimenti alternativi. La componente di rendimento generata dall'alfa derivante dalla gestione attiva, dalla selezione delle strategie o da specifici programmi di creazione di valore, che può risultare significativa soprattutto per i private asset e gli investimenti alternativi, non viene considerata in alcun modo.

I rendimenti medi aritmetici sono derivati utilizzando il prezzo generato dal nostro motore di simulazione. Per definizione, la media aritmetica è sempre maggiore di o eguale alla media geometrica. In particolare, la maggiore volatilità dei rendimenti e la maggiore frequenza dei rendimenti e/o un orizzonte temporale più lungo aumenteranno la differenza tra i due parametri. Le volatilità simulate sono calcolate sui prezzi simulati in un'ottica di dieci anni. Per i private asset e gli investimenti alternativi, la volatilità simulata si basa su serie di rendimenti rettificata per eliminare l'effetto di appiattimento (unsmoothing). Questo valore differisce quindi dalla volatilità desunta dai rendimenti IRR storici. I rendimenti attesi sono calcolati sui presupposti dello scenario centrale che comprende la transizione climatica. Previsioni e valori equi fino a 3 anni forniti dal team di ricerca di Amundi Investment Institute Research (macro, rendimenti, spread e azioni). Le previsioni dei rendimenti annualizzati si basano su stime e riflettono giudizi e ipotesi soggettive. Questi risultati sono stati ottenuti per mezzo di una formula matematica e non riflettono l'effetto di fattori economici e di mercato imprevedibili sul processo decisionale. I rendimenti previsti non sono necessariamente indicativi di performance future.

Fonti dei dati: Bloomberg, Cambridge Associates, Global Financial Data, Edhec Infra, MSCI e MSCI Burgiss, Pitchbook, Preqin.

Indici: gli indici azionari si riferiscono ai regionali MSCI TR; gli indici creditizi hanno come fonte BofA Merrill Lynch, mentre gli indici aggregati fanno riferimento a Bloomberg Barclays. Gli indici dei titoli di Stato e dei mercati emergenti sono elaborati da JP Morgan.

Modelli di valutazione del fair value per le valute G10: La letteratura è ricca di fondamenti teorici alla base del fair value delle valute. La nostra serie di modelli si basa su due concetti principali: 1) gli equilibri di parità di potere d'acquisto (che a loro volta esprimono gli equilibri dei tassi di cambio come una funzione delle dinamiche dei prezzi relativi tra i Paesi) e 2) gli equilibri dei tassi di cambio reali (dove ci concentriamo sui driver fondamentali a breve e lungo termine).

Modelli di parità di potere d'acquisto (PPP): 1) I PPA standard si basano sul differenziale IPC, noi invece ampliamo il nostro framework così da prendere in considerazione due varianti aggiuntive: PPP basato sul differenziale IPP (per tenere conto del differenziale dei costi di produzione) e 2) PPP standard ma aggiustato per la produttività (utilizziamo una proxy con i differenziali IPC-IPP seguendo il modello Balassa-Samuelson). Sia l'IPC sia l'IPP agiscono come driver negativi per il tasso di cambio (ad esempio, un'inflazione più elevata determina un deprezzamento nel lungo periodo). Al contrario, una maggiore produttività - espressa da un differenziale IPC-IPP positivo - si traduce empiricamente in tassi di cambio effettivi più forti. Modelli comportamentali del tasso di cambio: qui partiamo dai risultati teorici di Clark e McDonald e stimiamo l'equilibrio del tasso di cambio in base ai driver fondamentali a breve, medio e lungo termine. Oltre all'inflazione (il nostro driver a più lungo termine, dato il tasso di convergenza empirico rispetto ai valori spot), consideriamo 1) i differenziali dei tassi d'interesse, 2) le ragioni di scambio, 3) la spesa fiscale, 4) la produttività (PIL pro capite) e 5) il grado di apertura di ciascuna economia del G10.

Metodologia per l'ottimizzazione dell'asset allocation strategica: Il nostro modello di ottimizzazione minimizza il CVaR al 95% su un orizzonte decennale, puntando a diversi livelli di rendimento atteso, nel rispetto dei vincoli di diversificazione e delle preferenze di liquidità dell'investitore. Il CVaR al 95% sull'orizzonte temporale considerato è una misura del rischio di perdita residua che rappresenta la media dei rendimenti annualizzati simulati su un periodo di 10 anni che si collocano al di sotto del quinto percentile. Le allocazioni ottime vengono presentate unitamente ai rendimenti attesi medi annualizzati, espressi sia in termini geometrici che aritmetici, oltre alla volatilità, allo Sharpe ratio e alla probabilità di un rendimento geometrico negativo sull'orizzonte considerato ($P(\text{Return} < 0)$ a 10 anni). Il nostro modello di allocazione per i private asset e gli investimenti alternativi include un piano di riserva della liquidità basato su punteggi di illiquidità assegnati a tutte le asset class (ulteriori dettagli sono disponibili in Strategic Integration of Private Assets in Multi-Asset Allocations). Per gli investitori in USD e EUR, abbiamo analizzato due scenari: uno con una sovraesposizione contenuta e uno con un orientamento moderato verso gli asset meno liquidi. Lo scenario a basso rischio definisce un universo di investimenti che esclude private asset o investimenti alternativi. Rispetto allo scorso anno, abbiamo incrementato il punteggio di illiquidità per il private debt, al fine di riflettere la sua minore liquidabilità e la potenziale discontinuità che potrebbe manifestarsi nel breve-medio periodo. Le Capital Market Line (CML) e le ottimizzazioni di portafoglio si basano su asset a reddito fisso, hedge funds e private debt con copertura del rischio di cambio, oltre a titoli azionari, oro e altri private asset senza copertura.

AUTORI*Executive Sponsors*

Monica Defend
Head of Amundi Investment Institute



Vincent Mortier
Group CIO



Philippe D'Orgeval
Deputy Group CIO



John O'Toole
Global Head - CIO Solutions, Amundi

Chief Editors

Claudia Bertino
Head of Investment Insights, publishing and client development, AII*



Laura Fiorot
Head of Investment Insights & Client Division, AII*

CMA Quantitative Team

Viviana Gisimundo
Head of Quantitative Solutions, Solutions, Amundi

Thomas Walsh
Senior Quantitative Analyst, Solutions, Amundi

Nicola Zanetti
Quantitative Analyst, Solutions, Amundi

CMA Editorial Team

Adele Morsa
Senior Investment Insights Specialist, AII*

Swaha Pattanaik,
Head of Publishing and Digital Strategy, AII*

Cy Crosby Tremmel
Investment Insights Specialist, AII*

Main Assumptions and Themes

Alessia Berardi
Head of Global Macroeconomics, AII*

Federico Cesarini
Head of DM Equity, FX and Digital Assets Strategy, AII*

Marie Brière
Head of the Investor Intelligence & Academic Partnership, AII*

Lorenzo Portelli
Head of Cross Asset Strategy, AII*

Thierry Roncalli
Head of Quant Portfolio Strategy Research, AII*

Annalisa Usardi, CFA
Senior Economist, Head of Advanced Economy Modelling, AII*

Design and Data Visualisation

Chiara Benetti
Digital Art Director and Senior Designer, AII*

Vincent Flasseur, CAIA
Graphics and Data Visualisation Manager, AII*

Ringraziamenti

Un ringraziamento anche al team Amundi Real Assets, a Jean-Baptiste Berthon, Nadia Bobbio, Silvia Di Silvio, Delphine Georges, Karine Huynh, Ayush Tambi per i loro contributi.

Asset Class Experts

Debora Delbò
Senior EM Macro Strategist, AII*

Claire Huang
Senior EM Macro Strategist, AII*

Guy Stear
Head of Developed Markets Strategy, AII*

* Amundi Investment Institute

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 di primo utilizzo: 23 aprile 2026. DOC ID: 5425589

Documento prodotto da Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS con un capitale di €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

Cover photo by Anton Petrus @GettyImages

Additional images licensed by Adobe Stock: Anton Petrus, Annatamila, Baikal360, smallredgirl, Zaxenart

Amundi Investment Institute visual: Marco Bottigelli @GettyImages

Icons from thenounproject.com

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned