

La Fed torna a concentrarsi sull'occupazione, uno dei pilastri del suo mandato

I rendimenti dei titoli di Stato USA sono diminuiti negli ultimi due mesi, mentre l'oro ha toccato livelli record. Anche le azioni mondiali e statunitensi hanno raggiunto nuovi massimi, sostenute dalle aspettative di una persistente solidità dell'economia statunitense, **dalla politica monetaria espansiva, dal buon andamento degli utili** e dal dinamismo dell'intelligenza artificiale. Secondo noi esiste una contraddizione intrinseca, ma siamo d'accordo con la decisione della Fed di portare avanti una politica monetaria espansiva. **La contraddizione è la seguente: se la banca centrale americana taglia i tassi di interesse soprattutto per far fronte al rallentamento dell'economia**, gli effetti di questo rallentamento dovrebbero già vedersi: indebolimento del mercato del lavoro, riduzione dei consumi e, in ultima istanza, calo degli utili societari.

Le dinamiche relative a crescita, inflazione e politiche espansive probabilmente seguiranno questo andamento:

- **negli Stati Uniti si delinea un contesto stagflattivo** (rallentamento della crescita economica con un'inflazione elevata attesa nel breve termine). **La decelerazione dei consumi sarà la principale variabile economica che nel secondo semestre avrà un impatto sulla crescita perché i mercati del lavoro continuano a indebolirsi e persistono i timori sulla crescita dei salari.** Per contro, prevediamo che nel breve termine l'indice dei prezzi al consumo rimarrà al di sopra dell'obiettivo del 2% stabilito dalla Fed, per poi salire nei mesi successivi. Questo comporterà una riduzione sia della crescita del reddito reale, sia della capacità di spesa delle famiglie.
- **La Fed e la BoE, nonostante l'inflazione persistente, potrebbero trovarsi costrette a tagliare i tassi di riferimento perché stanno aumentando le pressioni sul fronte della crescita.** Manteniamo le nostre previsioni di due altri tagli dei tassi a opera della Fed entro la fine del 2025, ognuno di un quarto di punto, e di due altri tagli nel 2026, con i tassi finali che entro la fine del primo semestre si attesteranno attorno al 3,25%.



VINCENT MORTIER
GROUP CIO

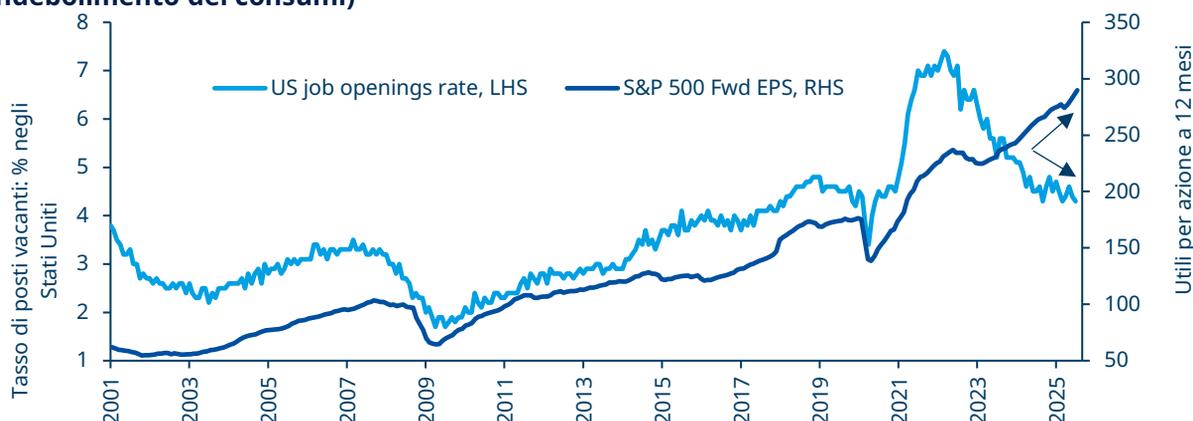


MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE



PHILIPPE D'ORGEVAL
DEPUTY GROUP CIO

Dicotomia tra le aspettative degli utili e l'andamento del mercato del lavoro negli Stati Uniti (indebolimento dei consumi)



Fonte: US Bureau of Labour Statistics, Amundi Investment Institute, Bloomberg. Al 17 settembre 2025 Tasso di posti vacanti = numero totale di posizioni aperte diviso per la somma tra occupazione e posti vacanti, ovvero l'insieme di tutti i posti di lavoro, sia coperti che scoperti.

Secondo noi esiste un rischio riguardo alla politica monetaria, ovvero che la BCE, fedele al proprio mandato di mantenere la stabilità dei prezzi, si riveli eccessivamente prudente e tagli i tassi di interesse meno del dovuto.

- **Si prevede che la BCE taglierà i tassi di interesse meno della Fed.** Secondo noi la banca centrale europea continuerà a valutare i dati economici prima di decidere se tagliare i tassi ancora una volta quest'anno e un'altra volta l'anno prossimo. Le nostre previsioni sul tasso terminale restano invariate all'1,50%, livello che dovrebbe essere raggiunto nel primo trimestre. Se da un lato la BCE ha rivisto al rialzo le sue stime sulla crescita per quest'anno, dall'altro le ha riviste sensibilmente al ribasso per l'anno prossimo.
- **Le sfide di bilancio continueranno a pesare nella zona Euro, negli Stati Uniti e nel Regno Unito.** In Europa la Germania rappresenta un'eccezione grazie ai suoi margini di manovra fiscale che dovrebbero sostenere la crescita, ma rimane incerto il suo potenziale effetto propulsivo sull'economia europea. Mentre stiamo entrando nell'ultimo trimestre dell'anno, negli Stati Uniti potremmo assistere a una certa volatilità dei mercati durante le trattative per evitare lo shutdown del governo.
- **La crescita cinese sta rallentando, ma difficilmente questa frenata indurrà le autorità cinesi a introdurre consistenti stimoli fiscali/monetari** perché la crescita dovrebbe comunque attestarsi vicino all'obiettivo e perché stanno venendo meno le incertezze esterne. Rimane tuttavia una situazione d'incertezza riguardo ai rapporti con Taiwan. Per quanto riguarda l'India, dubitiamo che l'UE applicherà dei dazi secondari aggiuntivi visto che i negoziati tra le due parti stanno registrando buoni progressi. Prevediamo persino un miglioramento graduale dei rapporti con gli Stati Uniti.

Pur rilevando alcune divergenze nelle politiche monetarie, resta evidente la volontà di sostenere l'economia. In questo contesto, dove le valutazioni degli attivi rischiosi sono peraltro elevate, la volatilità del mercato potrebbe offrire agli investitori l'opportunità di incrementare il rischio nei segmenti di qualità del mercato, che in generale sono più stabili.

Amundi Investment Institute: le divergenze tra la BCE e la Fed e l'impatto dell'inflazione statunitense sull'Europa

La divergenza tra gli Stati Uniti e l'Unione Europa porrà dei dilemmi alla BCE. Con la Fed intenzionata a ridurre i tassi in modo più aggressivo rispetto alla BCE, un apprezzamento del cambio EUR/USD, sommato ai dazi statunitensi, rischia di penalizzare significativamente le esportazioni dell'UE e, in ultima analisi, la crescita. A quel punto la BCE dovrà decidere come rispondere. Il rialzo dell'inflazione statunitense e premi a termine più elevati potrebbero esercitare delle pressioni rialziste sui rendimenti del segmento più lungo dei Treasury statunitensi, con ripercussioni anche sui rendimenti a lungo termine in Europa, e potrebbero rappresentare un problema per i governi già alle prese con un elevato indebitamento e un forte disavanzo fiscale.

I servizi costituiscono la maggior componente dell'IPC complessivo negli Stati Uniti e quindi stiamo monitorando se le variazioni dei prezzi dei beni causate dai dazi avranno un impatto su questo settore. La capacità delle aziende di trasferire i costi più alti dei beni ai consumatori dipenderà da numerosi fattori microeconomici come il potere delle aziende di dettare i prezzi, il grado previsto di sostituibilità nei comportamenti dei consumatori e l'elasticità della domanda. Crediamo che lo scenario più probabile sia quello di diversi rialzi dei prezzi e dell'assorbimento dei costi più alti da parte delle aziende.

Nonostante l'accordo commerciale con gli Stati Uniti abbia ridotto l'incertezza sui dazi, siamo dell'idea che non appena il loro impatto inizierà a pesare sulla crescita nell'UE la BCE taglierà i tassi di riferimento, una volta quest'anno e un'altra volta nel primo trimestre del 2026.

MONICA DEFEND

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Di seguito presentiamo il nostro orientamento al rischio, moderatamente positivo, per ciascuna asset class:

- Nel **reddito fisso**, visto il contenuto non recessivo, le obbligazioni societarie dovrebbero beneficiare, con alcune discrepanze, della politica monetaria espansiva delle banche centrali. Prevediamo inoltre un irripidimento delle curve dei rendimenti.
- Le **azioni globali** hanno beneficiato di una serie di fattori, tra cui l'ottimismo sull'andamento delle azioni tech e sugli investimenti in tale settore. Intendiamo mantenere una posizione ancorata alla realtà e coerente con i fondamentali di mercato, con un atteggiamento costruttivo sui titoli Value USA e sui titoli britannici ed europei a bassa e media capitalizzazione. Il nostro obiettivo è quello di concentrarci sulle specificità e approfondire l'analisi caso per caso.
- **In un mondo multipolare i Paesi emergenti, che seguono una traiettoria divergente, risultano particolarmente interessanti.** I rendimenti dei mercati emergenti dipendono in larga misura dalle tensioni commerciali con gli Stati Uniti - in particolare con Cina e India - e dalle scelte di politica monetaria della Fed e delle autorità centrali locali. Nel complesso rimaniamo positivi su questa classe di attivi.
- **Nell'ambito multi asset stiamo valutando le aspettative d'inflazione a breve termine e le pressioni fiscali in paesi come il Regno Unito.** Da un punto di vista tattico abbiamo assunto una posizione neutrale sulla duration dei gilt britannici, mentre manteniamo una view favorevole sulla duration nel suo insieme. Questo orientamento è ben bilanciato dal nostro approccio costruttivo su azioni, credito e mercati emergenti. Riteniamo inoltre opportuno dotarsi di coperture sulle azioni e confermiamo la funzione dell'oro come stabilizzatore del portafoglio.

Pur rimanendo positivi sul rischio, rimaniamo in attesa di capire come la tecnologia dell'AI possa migliorare la produttività e i margini societari. Noi preferiamo continuare a basarci sui fondamentali.

Sentiment complessivo sul rischio

Risk off



Risk on

Rimaniamo del parere che questo non sia il momento giusto per aumentare significativamente il rischio, bensì di apportare modifiche graduali basate sui fondamentali, in un contesto economico globale in continua evoluzione.

Variazioni rispetto al mese precedente

- **Azioni:** Per quanto riguarda i fattori globali, siamo leggermente positivi sulle azioni a bassa capitalizzazione.
- **Obbligazioni governative:** Abbiamo rivisto al rialzo le obbligazioni societarie investment grade nell'UE.
- **Multi asset:** Abbiamo rivisto al ribasso la duration britannica e assunto una posizione neutrale.
- **Valute:** siamo nuovamente prudenti sul biglietto verde.

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.

MULTI-ASSET

Ottimizzare la duration in un contesto di inflazione in evoluzione

L'attività negli Stati Uniti probabilmente rallenterà nel secondo semestre dell'anno a causa della debolezza dei consumi che rappresentano una componente chiave dell'economia. Prevediamo inoltre una certa persistenza dell'inflazione nel breve termine. Persino nel Regno Unito, la banca centrale è alle prese con un aumento delle pressioni sui prezzi. In Europa, il contesto è leggermente diverso perché l'inflazione per ora è sotto controllo. Per quanto riguarda **gli attivi rischiosi, nonostante le valutazioni siano elevate in alcuni segmenti, manteniamo un'esposizione al rischio leggermente positiva** guidata dai fondamentali e dal potenziale degli utili evitando scelte marcate o direzionali. D'altro canto, ribadiamo che è necessario dotarsi di coperture sull'azionario e di altri strumenti di diversificazione di portafoglio come l'oro.

Manteniamo il nostro orientamento costruttivo sulle azioni investendo in titoli statunitensi, britannici e dei mercati emergenti. Negli Stati Uniti, la dinamica degli utili, una Fed espansiva e i progressi tecnologici rappresentano fattori positivi per i mercati di riferimento. Tuttavia manteniamo un approccio ben diversificato. Escludiamo le large cap del settore tecnologico, e manteniamo un'opinione positiva sulle azioni a media capitalizzazione che hanno sottoperformato rispetto al mercato in generale e che hanno una maggiore esposizione all'economia interna degli Stati Uniti. Siamo inoltre generalmente ottimisti sulle azioni dei Paesi emergenti e sulla Cina. L'allentamento monetario della Fed consente alle banche centrali dei Paesi emergenti di rafforzare la loro crescita interna.

Manteniamo una visione positiva sulla duration nel complesso, inclusa quella statunitense (titoli a 5 anni), così come sui titoli core dell'area euro e sui BTP rispetto ai Bund tedeschi. Tuttavia, siamo dell'idea che l'inflazione britannica, soprattutto nei servizi, stia evidenziando un andamento rialzista in una fase in cui i mercati stanno monitorando con crescente attenzione il bilancio statale di prossima pubblicazione. Pertanto, da un punto di vista tattico, abbiamo rivisto al ribasso la duration britannica portandola a neutrale, mentre rimaniamo prudenti sul Giappone a causa delle valutazioni e delle aspettative di un rialzo dei tassi da parte della BoJ. Nel credito siamo costruttivi sulle obbligazioni Investment Grade dell'UE e sugli spread dei Paesi emergenti.

Nel medio termine il dollaro statunitense sembra destinato a risentire delle pressioni di fattori strutturali come il forte indebitamento, motivo per cui manteniamo una posizione prudente. Siamo costruttivi su euro, su yen/euro e sui Paesi emergenti, mentre continuiamo a privilegiare il peso messicano rispetto al renminbi cinese.

AUTORI

FRANCESCO SANDRINI

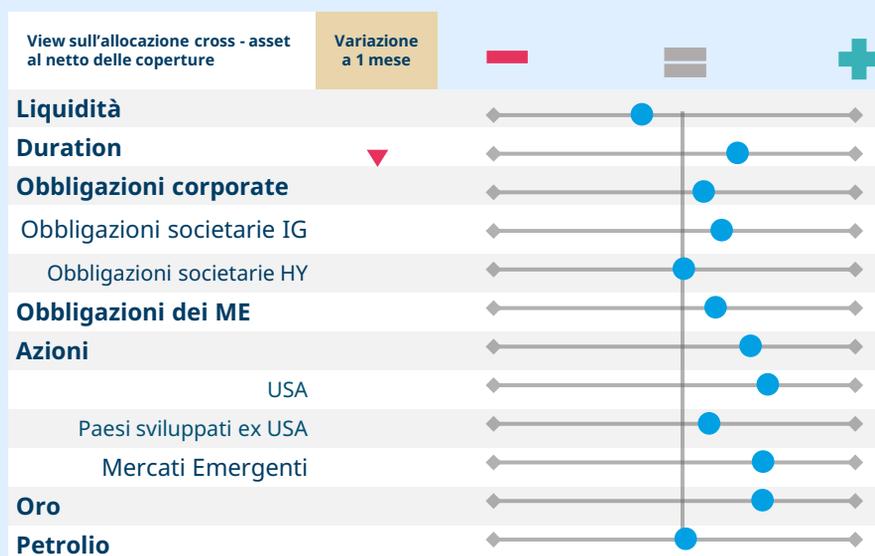
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE

HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

"Pur rimanendo positivi sulla duration nel suo complesso, siamo ora neutrali sui gilt britannici per via delle aspettative d'inflazione a breve termine e dell'outlook fiscale del Paese."

View d'investimento multi-asset di Amundi



▼ Riviste al ribasso rispetto al mese precedente

▲ Riviste al rialzo rispetto al mese precedente

Fonte: Amundi al 24 settembre 2025. Variazioni a 1 mese. La tabella rappresenta le principali convinzioni d'investimento (comprese le coperture) delle Piattaforme Multi-Asset.

*Le view sono espresse rispetto a un'asset allocation di riferimento (avente come benchmark 45% azioni, 45% obbligazioni, 5% materie prime, 5% liquidità), con "=" che indica una posizione neutrale.

I segni + e - potrebbero non dare i risultati attesi a causa dell'eventuale utilizzo di derivati nell'implementazione.

Questa è una valutazione in un momento specifico e può essere soggetta a modifiche in qualsiasi momento.

Queste informazioni non intendono essere una previsione dei risultati futuri, e gli investitori non dovrebbero utilizzarle come una ricerca, una consulenza agli investimenti o una raccomandazione relativa a particolari fondi o titoli.

Queste informazioni sono fornite unicamente a scopo illustrativo e non rappresentano l'asset allocation presente, passata o futura di Amundi o il portafoglio di qualsiasi prodotto di Amundi.

View di Amundi per asset class

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 sulle obbligazioni

Duration	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US						◆				
EU						◆				
UK								◆		
Japan				◆						
Overall						◆				
Credit	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US IG						◆				
US HY				◆						
EU IG	▲							◆		
EU HY						◆				
Overall							◆			
FX	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
USD	▼				◆					
EUR					◆					
GBP					◆					
JPY								◆		
EM FX*							◆			

▼ Riviste al ribasso rispetto al mese precedente

▲ Riviste al rialzo rispetto al mese precedente

Fonte: sintesi delle opinioni espresse durante l'ultima riunione del comitato globale per gli investimenti (GIC) tenutasi il 24 settembre 2025. La tabella mostra le opinioni assolute su ciascuna classe di attività ed è espressa su una scala da 1 a 9, dove = indica una posizione neutrale. Il presente materiale rappresenta una valutazione del mercato in un momento specifico e non intende essere una previsione di eventi futuri né una garanzia di risultati futuri. Il lettore non deve fare affidamento su queste informazioni come ricerca, consulenza di investimento o raccomandazione relativa a un fondo o a un titolo in particolare. Queste informazioni hanno esclusivamente scopo illustrativo ed educativo e sono soggette a modifiche. Queste informazioni non rappresentano l'effettiva allocazione degli attivi o il portafoglio attuale, passato o futuro di alcun prodotto Amundi. La tabella FX mostra le view assolute del GIC in materia di valute. * Rappresenta un'opinione consolidata su più valute dei mercati emergenti.

View sui mercati emergenti

EM Bonds	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
China govt.						◆				
India govt.								◆		
EM HC								◆		
EM LC									◆	
EM corp.								◆		
EM Equity	Change vs M-1	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
EM							◆			
<i>EM Asia</i>							◆			
<i>Latin America</i>								◆		
<i>Emerging EMEA</i>								◆		
EM-ex China							◆			
China						◆				
India							◆			

Fonte: Sintesi delle opinioni espresse durante l'ultima riunione del comitato globale per gli investimenti (GIC) tenutasi il 24 settembre 2025.

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

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: 30 settembre 2025. DOC ID: 4285688

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Photo credit: Unya-MT @gettyimages