

Le nostre convinzioni restano invariate nonostante il ritorno dell'incertezza sui dazi



VINCENT MORTIER
Group CIO, Amundi



MONICA DEFEND
Head of Amundi
Investment Institute



PHILIPPE D'ORGEVAL
DEPUTY GROUP
CIO

Con il contributo di

CLAUDIA BERTINO
Head of Investment Insights,
Publishing and Client
Development, AII

UJJWAL DHINGRA
Senior Specialist, Investment
Insights and Client Division, AII

LAURA FIOROT
Head of Investment Insights
and Client Division, AII

- Dall'inizio dell'anno, alcune delle principali convinzioni evidenziate nel nostro outlook si stanno concretizzando e alcuni trend hanno accelerato. Stiamo assistendo a un cambiamento di regime caratterizzato da una maggiore incertezza delle politiche e da una netta rottura dell'ordine internazionale — temi chiave emersi al World Economic Forum di Davos e confermati alla Conferenza sulla Sicurezza di Monaco. I dazi restano uno strumento rilevante nella riorganizzazione del nuovo ordine. In questo contesto, la recente sentenza della Corte Suprema contro i dazi d'emergenza di Trump ha introdotto un ulteriore livello di incertezza nel panorama delle politiche.
- Tutti questi sviluppi confermano che l'ambiente geoeconomico complessivo è in transizione. La menzione, da parte della Presidente Lagarde nel suo intervento, delle nuove linee di pronti contro termine (repo) della BCE per le banche centrali fuori dell'area dell'euro segnala come i decisori stiano considerando la crescente importanza della geoeconomia.
- Stiamo chiaramente entrando in un equilibrio di mercato più complesso, in cui le politiche — inclusa la politica commerciale — la geopolitica e l'allocatione del capitale sono tanto determinanti quanto il ciclo economico stesso. Con la crescita che si è dimostrata più resiliente del previsto e la redditività aziendale ancora robusta, i mercati si sono mantenuti sostenuti. Tuttavia, sono in corso rotazioni significative tra paesi, settori e singoli titoli, man mano che il mercato si adegua al cambiamento di regime in atto.
- Sarà probabilmente fondamentale per gli investitori adottare un approccio diversificato e flessibile nel gestire questi cambiamenti e le conseguenti rotazioni.

In un mondo in rapido cambiamento, è il momento di rivedere le nostre principali convinzioni:

Convinzione #1: Il ciclo prosegue: una transizione con un momentum migliore negli USA e in Europa, non una recessione.

Nel 2025 l'economia statunitense si è dimostrata molto resiliente, sostenuta dagli investimenti in intelligenza artificiale (IA) e tecnologia e dall'effetto ricchezza. Dinamiche robuste della domanda interna ci hanno portato a rivedere al rialzo la nostra stima di crescita per quest'anno a circa il 2,5% su base annua (a/a), assumendo un impatto positivo dalle misure fiscali statunitensi (ad es. tagli fiscali) a favore di consumatori e imprese oltre a un slancio più forte dai consumi. Tuttavia, i mercati del lavoro potrebbero rivelarsi un rompicapo e determinare un'economia a due velocità, come indicano i recenti dati economici. L'Indice dei prezzi al consumo (IPC) di gennaio, inferiore alle attese di mercato, **conferma la nostra previsione di disinflazione**: manteniamo l'aspettativa di un'inflazione tra il 2,5% e il 3% quest'anno. Nei prossimi mesi ci sarà volatilità, ma l'IPC generale e il PCE core (l'indice dei prezzi delle spese per i consumi personali al netto di cibo ed energia) dovrebbero decelerare. Gli elementi chiave che ridurrebbero l'IPC core sono l'inflazione dei servizi e l'equivalente dell'affitto per i proprietari (stima del costo del servizio abitativo).

La nostra convinzione sul **ciclo di investimenti in conto capitale legati all'AI resta salda, ma osserviamo che i mercati distingueranno sempre più chiaramente tra vincitori e perdenti — chi sarà in grado di dimostrare ritorni attuali o potenziali in modo trasparente e chi invece resterà ambiguo**. La recente debolezza di alcuni titoli tecnologici riflette la valutazione del rischio del mercato e i dubbi sulle società che potrebbero essere penalizzate dalla disruption indotta dall'IA (ad es. alcuni segmenti software e il trasporto su gomma). Tuttavia, poiché l'AI dovrebbe generare guadagni di produttività per l'economia, che si tradurranno in utili aziendali nel lungo periodo, **continuiamo a considerare il contesto favorevole al rischio**.

Tecnologia USA: hardware vs software



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg, dati al 18 febbraio 2026.

Convinzione #2: Diversificare in un'era di disordine controllato per generare rendimenti a lungo termine

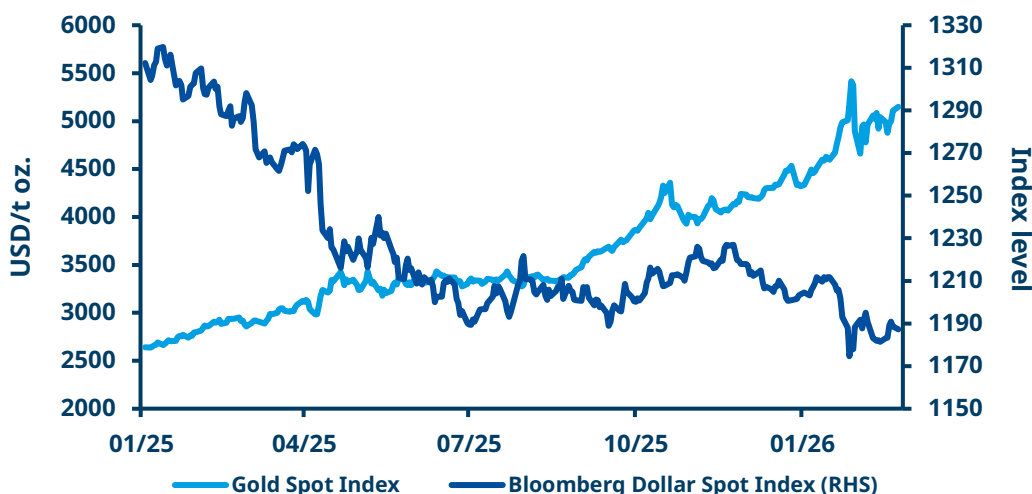
Crediamo di **trovarci ancora nella fase iniziale di un cambiamento di regime**, in cui l'ascesa delle potenze medie accelera la transizione verso un mondo multipolare. L'accordo India-UE è un esempio recente, che consente all'Europa di diversificare i suoi scambi commerciali e la sua dipendenza dagli Stati Uniti, sebbene ciò richieda tempo. Questa sfida allo status di superpotenza degli USA si svilupperà in parallelo all'ascesa della Cina, coinvolgendo geopolitica, catene di approvvigionamento e l'insistenza di Pechino sul raggiungimento della leadership tecnologica.

Le materie prime come protezioni strutturali e fonte di resilienza del portafoglio. Dal punto di vista dell'allocazione degli attivi, riteniamo che metalli come l'oro bilancino il rischio derivante dalla geopolitica e dall'aumento del debito pubblico. L'oro beneficerà inoltre di una domanda strutturale. Allo stesso tempo, i metalli di base come il rame dovrebbero rimanere essenziali per le tecnologie pulite e la transizione verde.

Tra gli investitori globali **cresce il disagio per un'esposizione concentrata sul dollaro USA**, e si osservano i primi segnali di riallocazione dei portafogli verso asset europei e dei mercati emergenti. Il sistema del dollaro non viene abbandonato, ma è oggetto di crescenti interrogativi, per esempio a causa dell'elevata incertezza generata dalla sentenza della Corte Suprema statunitense.

Riteniamo che questo spostamento verso un "disordine controllato" sia di natura strutturale, non ciclica, e che le discussioni sulla diversificazione stiano accelerando. Ciò rafforza la nostra posizione sull'oro come copertura strutturale verso i rischi di scenario.

Il dollaro si sta indebolendo e l'oro sta toccando nuovi massimi



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Dati al 20 febbraio 2026.

"L'era del 'disordine controllato' consiste nel riconoscere che il mondo non si sta de-globalizzando, ma sta diventando multipolare. Gli investitori dovranno orientarsi nei mercati tramite una diversificazione più efficace".



**ALESSIA
BERARDI**
Head of Global
Macroeconomics, AII



**AIDAN
YAO**
Senior Investment
Strategist, AII

“La sentenza ricorda agli investitori che lo stato di diritto è saldamente vigente negli Stati Uniti. Conferma inoltre che, in un mondo di 'disordine controllato', gli assetti commerciali potrebbero mutare rapidamente.”

La sentenza della Corte Suprema statunitense e la reazione di Trump aumentano l'incertezza

La sentenza riguarda soltanto i dazi imposti ai sensi dell'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA). Tra questi rientrano i dazi sul fentanyl verso Cina, Canada e Messico, i dazi universali (10%) e reciproci annunciati il 2 aprile e le misure aggiuntive nei confronti di India e Brasile. Tuttavia, i dazi settoriali (ai sensi della Sezione 233), i dazi imposti alla Cina a partire dal 2018 (ai sensi della Sez. 301) e i dazi specifici su acciaio, alluminio e pannelli solari (ai sensi della Sez. 201) non sono interessati.

Il Presidente ha risposto alla sentenza con toni duri e si è mosso rapidamente per cercare misure sostitutive. Questo intervento si articola in due fasi.

- **Fase 1: Il Presidente ha invocato la Sezione 122 del Trade Act del 1974**, con effetto dal 24 febbraio, che gli ha consentito di imporre dazi generalizzati del 10% (con possibilità di aumento fino al 15%) per un periodo fino a 150 giorni. È importante sottolineare che questo periodo di 150 giorni può essere rinnovato, il che implica che la fine di questa fase non coincide necessariamente con la fine dei dazi previsti da questa Sezione. Tuttavia, rispetto all'IEEPA, la Sezione 122 è priva di durezza e flessibilità: le proroghe oltre i 150 giorni richiedono l'approvazione del Congresso e i dazi stabiliti non possono essere mirati a paesi o settori specifici, rendendola uno strumento negoziale meno efficace. Una scelta in tal senso potrebbe avvantaggiare alcuni Paesi come Brasile, Cina e India, che potrebbero vedere una diminuzione delle loro aliquote tariffarie medie ai sensi della Sezione 122 (rispetto a quanto pagavano sotto l'IEEPA), mentre Paesi come il Regno Unito dovrebbero probabilmente subire un aumento dell'aliquota tariffaria media sotto la Sezione 122.
- **La fase 2 consiste nell'avviare una serie di indagini ai sensi della Sezione 301, necessarie per imporre dazi specifici per singoli Paesi.** Tuttavia, sia mediante la Sezione 301 (per pratiche commerciali sleali), la Sezione 232 (sicurezza nazionale) o la Sezione 338 (ritorsione per discriminazione), i dazi adottati in forza di queste norme richiedono tutti un processo di giustificazione prolungato — e talvolta rigoroso — rendendoli meno “flessibili” rispetto all'IEEPA.

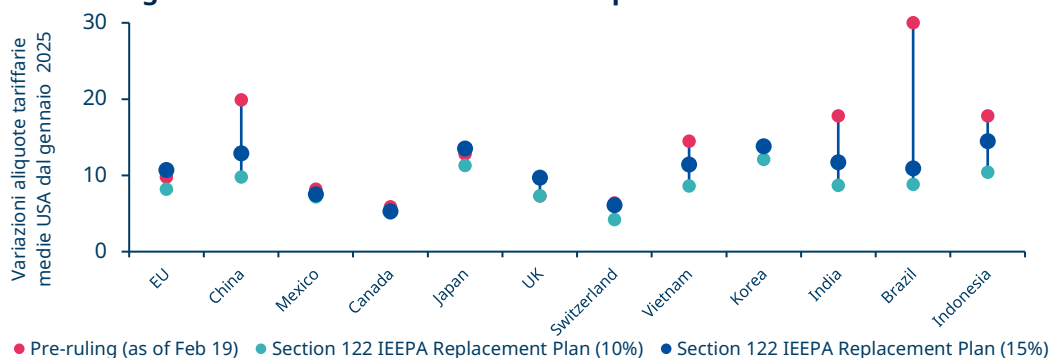
Implicazioni di mercato

Nel complesso, riteniamo che la sentenza creerà incertezza a breve termine sulla politica commerciale statunitense, ma non dovrebbe modificare il percorso di medio termine dell'agenda protezionista di Trump. Ricostruire la stessa aliquota tariffaria effettiva sotto leggi diverse è fattibile, ma richiederà tempo e potrebbe provocare ulteriori contenziosi, rendendo la transizione tariffaria un rischio per l'economia e per i mercati. Contemporaneamente, l'incertezza — su quali prodotti saranno tassati, a quali aliquote e per quanto tempo — probabilmente genererà volatilità nei flussi commerciali e potrà ritardare ulteriormente gli investimenti aziendali. La reazione di altri Paesi che hanno stipulato accordi commerciali sulla base dei dazi IEEPA costituisce un'ulteriore fonte di incertezza.

In secondo luogo, se i dazi fossero aboliti (poco probabile) o ridotti (più probabile, ma non il nostro scenario base), l'inversione di uno shock negativo di offerta sarebbe positiva per l'economia e i mercati e renderebbe più agevole il compito della Fed. L'abolizione dei dazi IEEPA farebbe inoltre salire la crescita del PIL USA. Ciò contribuisce a spiegare la reazione inizialmente positiva dei risky asset. Tuttavia, la perdita delle entrate generate dai dazi rappresenterebbe una cattiva notizia per il governo USA, il mercato obbligazionario e il dollaro USA. Infine, se un minore ricorso ai dazi dovesse tradursi in una maggiore dimostrazione di forza militare da parte degli USA, la geopolitica globale potrebbe diventare molto più pericolosa.

“Il presidente Trump potrebbe ancora avvalersi di altre norme per portare avanti la sua agenda tariffaria, il che complicherebbe senz'altro la situazione per le imprese e i Paesi coinvolti.”

Effetti eterogenei della decisione della Corte Suprema sui dazi



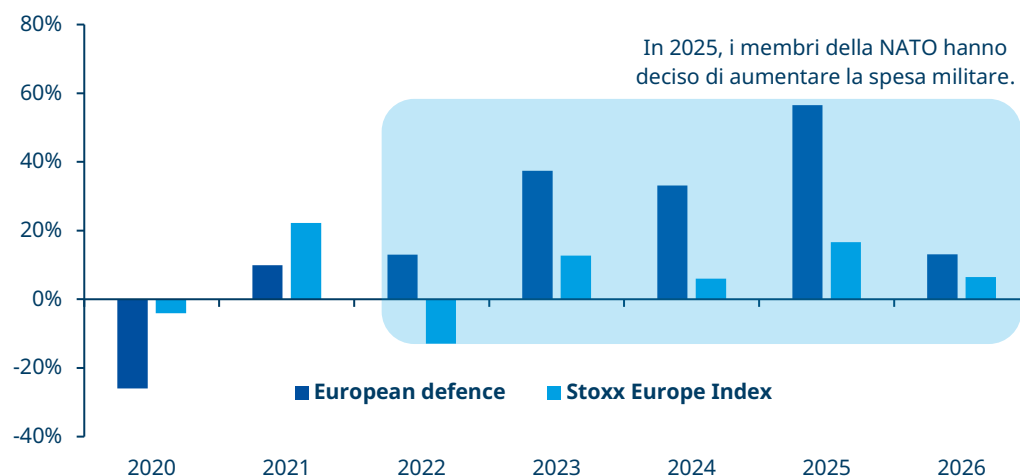
Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg Economics, al 23 febbraio 2026. La stima ai sensi della Sezione 122 presuppone che vengano mantenute esenzioni rispetto ai dazi reciproci, per i prodotti aeronautici e per le merci conformi all'USMCA. "Pre-ruling" indica i dazi che erano in vigore prima che la Corte Suprema annullasse i dazi imposti ai sensi dell'IEEPA.

Convinzione #3: Azioni: ragionare in ottica globale e guardare oltre la corsa del tech per ridurre i rischi di concentrazione

Pensare in termini globali significa comprendere che stiamo passando da una fase dominata dalla liquidità e da politiche sincronizzate a una in cui sono i bilanci, le politiche industriali e le decisioni di allocazione del capitale a determinare i prezzi. **Osserviamo inoltre una transizione verso un contesto di mercato più frammentato, selettivo e granulare.** Un esempio di questa granularità è che, invece di concentrarsi sul tema ampio dell'AI, **riteniamo che vadano favorite le società coinvolte nelle infrastrutture fisiche legate all'AI e il settore industriale.**

A livello regionale, in Giappone il valore si genererà principalmente nel settore industriale, nei finanziari e nelle imprese che attuano riforme societarie. Vediamo inoltre opportunità negli USA nei settori industriale, nelle tecnologie guidate dall'innovazione e nei finanziari. In Europa, settori come industria, difesa, servizi finanziari e infrastrutture assumeranno maggiore rilevanza. In particolare, riteniamo che la spinta dell'Europa verso un'autonomia strategica — con l'obiettivo di migliorare la resilienza economica e incrementare la spesa per la sicurezza — creerà opportunità nel lungo periodo. I mercati hanno già iniziato a scontare questo trend negli ultimi anni, come evidenziato nel grafico.

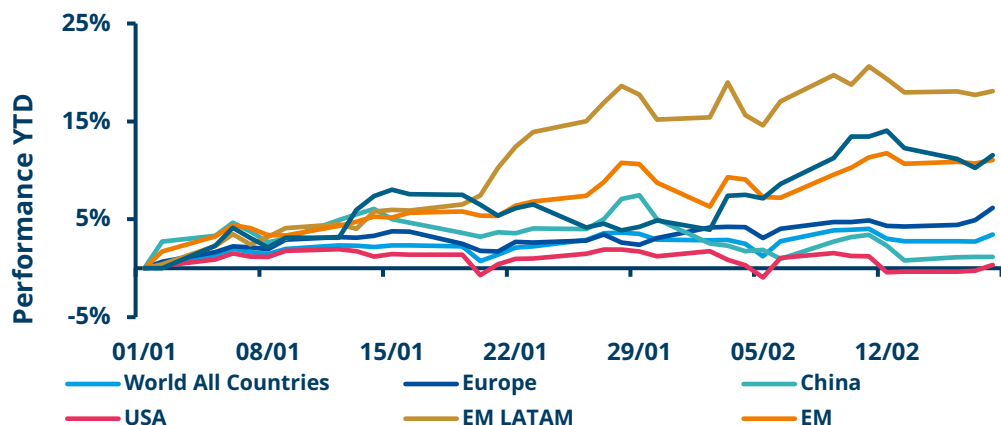
Il settore della difesa europeo ha sovraperformato l'indice generale negli ultimi anni



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Dati al 20 febbraio 2026. Performance 2026 al 20 febbraio 2026. Per gli altri anni, le performance annuali dell'indice Stoxx Europe 600 e dei suoi sottoindici 'Aerospace and Defence' (Aerospazio e Difesa) sono riportate in valuta locale.

Inoltre, la rotazione dai titoli tecnologici statunitensi verso altri settori e regioni era già visibile nel quarto trimestre dello scorso anno e sta proseguendo nel 2026.

Mantenere un approccio globale sulle azioni, guardando oltre gli USA



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg. Indici MSCI espressi in valuta locale. Dati al 18 febbraio 2026.

Più di recente, i timori legati all'AI di quest'anno hanno fornito nuovo vigore alla rotazione. Gli indici S&P 500 Software, Mag 7, Nasdaq 100 e Russell 1000 Growth sono tutti scesi finora, mentre S&P 500 Equal Weighted e Russell 1000 Value sono saliti da inizio anno (dato aggiornato al 20 febbraio). È interessante notare che anche il comparto tecnologico cinese è risultato leggermente positivo in questo periodo. Dal punto di vista regionale, gli indici giapponesi, europei e gli indici globali dei mercati emergenti hanno sovraperformato i più importanti indici statunitensi e quelli tecnologici.

In conclusione, la nostra convinzione a esplorare le azioni globali oltre il settore tech USA resta confermata, potrà manifestarsi in fasi diverse, ma la consideriamo una tendenza di lungo termine.

Convinzione #4: le politiche fiscali e monetarie guideranno le opportunità di investimento

Abbiamo sottolineato i rischi di svalutazione del dollaro USA derivanti dall'elevato debito e dai deficit fiscali statunitensi, nonché dal fatto che le banche centrali globali stanno diversificando le loro riserve fuori dal dollaro per motivi geopolitici. Ciò sta erodendo il ruolo del dollaro come bene rifugio, sebbene finora il settore privato sia stato lento a modificare le proprie preferenze. Se e quando ciò avverrà, costituirà un ulteriore vento contrario di lungo periodo. **Manteniamo la view di una debolezza strutturale del dollaro USA (EUR/USD 1,22 a fine anno), con aggiustamenti tattici nel breve termine.**

L'oro è il nuovo bene rifugio: le banche centrali mondiali diversificano le riserve fuori dal dollaro



Fonte: Amundi Investment Institute, CPR. Dati mensili a novembre 2025.

"L'interazione tra politica fiscale, politica monetaria e geopolitica influenzerà il comportamento dei mercati, implicando che i beni rifugio tradizionali potrebbero non essere più efficaci."

Sul fronte fiscale, sembra confermato l'avvio di una fase di espansione fiscale in Giappone. La stabilità politica, le riforme della governance aziendale e la reflazione stanno influenzando l'approccio degli investitori esteri verso il Paese. La concentrazione del potere da parte del primo ministro Takaichi suggerisce che è probabile l'adozione di misure (inclusi tagli alle imposte) per favorire la crescita reale dei salari riducendo l'IPC, pur dando priorità alla crescita economica. Ciò influirà, naturalmente, sui titoli di stato giapponesi (JGB) e sullo yen nel breve termine.

Sul fronte delle politiche monetarie, abbiamo rivisto le nostre attese e posticipato i tagli dei tassi della Fed. Prevediamo un primo taglio intorno alla metà dell'anno (giugno/luglio) e un secondo in settembre. Entro allora la Fed avrà maggiore visibilità sui dati dell'inflazione e il nuovo candidato alla presidenza della Fed, Kevin Warsh, dovrebbe essere in carica.

Si discute delle sue passate inclinazioni restrittive riguardo alla riduzione del bilancio della Fed. **Riteniamo però che la soglia per una riduzione del bilancio sia alta**, perché ciò potrebbe drenare liquidità dal mercato e mettere sotto stress il mercato dei pronti contro termine (repo). Piuttosto, la Fed potrebbe ridurre la quota di Treasury a lungo termine nel proprio portafoglio e aumentare la quota di titoli con scadenze più brevi. **Per quanto riguarda la BCE, ci aspettiamo che tagli i tassi una volta quest'anno, nel terzo trimestre.** Tuttavia, la forza dell'euro, un irrigidimento delle condizioni di credito o un peggioramento del mercato del lavoro potrebbero modificare questa previsione.

È quindi cruciale mantenere un approccio tattico sulla duration, dato che i rischi di repressione finanziaria sono elevati e banche centrali come quelle di USA e Giappone potrebbero subire pressioni politiche, in presenza di deficit fiscali già alti. La BOJ mira a riportare l'inflazione nella fascia 1,5-2,0%. Allo stesso tempo, a seguito del consolidamento del potere del primo ministro Takaichi, la BOJ potrebbe essere spinta a rallentare i rialzi dei tassi. Per questo siamo rimasti cauti sulla duration giapponese per gran parte dello scorso anno, e l'aumento dei rendimenti obbligazionari ha giovato alla posizione. Entrando nel 2026, abbiamo aumentato la duration fino a neutralità.

Convinzione #5: Europa e mercati emergenti offrono opportunità di lungo termine

L'Europa si sta rendendo conto che non può più fare affidamento sugli Stati Uniti come partner economico e garante della sicurezza come in passato. Questa consapevolezza contribuirà in misura significativa a favorire la costruzione dell'autonomia strategica della regione. Tuttavia, per essere realmente indipendente dagli USA, la regione dovrà aumentare gli investimenti in difesa, tecnologia e catene di approvvigionamento — un messaggio ribadito dalla recente Conferenza per la Sicurezza di Monaco. Tutti questi aspetti avrebbero una dimensione di sicurezza. Inoltre, continuiamo a ritenere che i mercati emergenti debbano essere un pilastro centrale per gli investitori globali — non solo per diversificare, ma anche per accedere ad aziende solide e a opportunità di crescita.

In India, che confermiamo come allocazione strutturale nei mercati emergenti, abbiamo marginalmente rivisto al rialzo la stima di crescita per quest'anno dal 6,6% al 6,8% e riteniamo che la Reserve Bank of India (RBI) manterrà i tassi invariati per il resto dell'anno. Il rischio è rappresentato da volatilità di breve periodo, ma non da un'inversione strutturale. La continuità delle politiche sosterrà il ciclo degli investimenti e la riduzione dei dazi statunitensi rafforza la narrativa "China plus" (produzione al di fuori della Cina). Il recente accordo UE-India e il bilancio annuale sono misure che favoriranno la crescita nel lungo periodo; per questo restiamo costruttivi.

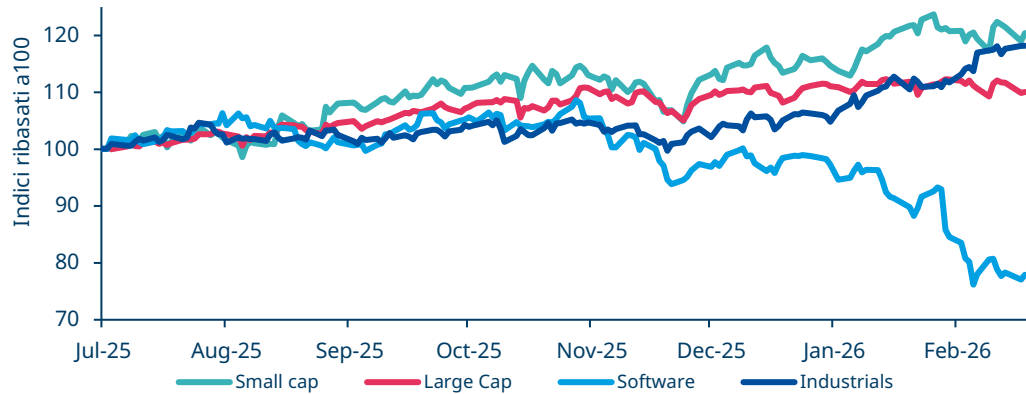
Conclusione

Riteniamo che diversificazione e flessibilità continueranno a essere fondamentali per accrescere la resilienza dei portafogli e i rendimenti a lungo termine. L'ambiente macroeconomico appare sempre più resiliente, ma con dinamiche di transizione delle politiche in evoluzione e forti rotazioni di mercato che continueranno a influenzarne il comportamento. In questo contesto vediamo il perdurare di una fase di fine ciclo anche per quest'anno e, pertanto, manteniamo una posizione moderata a favore del rischio. Nell'ambito di tale posizione, prevediamo una rotazione verso settori dell'economia reale, come il comparto industriale (come illustrato nel grafico), e una maggiore dispersione tra regioni e classi di attivo.

"Diversificazione e flessibilità nell'allocazione saranno fondamentali per individuare le rotazioni di mercato tra diversi segmenti e regioni."

In secondo luogo, le elevate valutazioni dei risk asset limitano la nostra possibilità di aumentare l'esposizione al rischio. Tuttavia, le sole valutazioni difficilmente innescheranno una correzione significativa: i fattori scatenanti sarebbero invece più probabilmente una stretta della liquidità o un peggioramento delle condizioni di credito.

Rotazione verso l'economia reale: industriali USA vs software; small cap vs large cap



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg, al 18 febbraio 2026. Gli indici Russell e S&P 500 industrial sono espressi in valuta locale.

Amundi Investment Institute

In un mondo sempre più complesso e mutevole, gli investitori hanno espresso la necessità di comprendere meglio il contesto di riferimento e l'evoluzione delle scelte di investimento per definire la loro asset allocation e contribuire alla costruzione dei loro portafogli.

Al centro del processo di investimento globale, l'obiettivo di Amundi Investment Institute è quello di fornire una leadership di pensiero, rafforzare la consulenza, la formazione e il dialogo quotidiano su questi temi su tutti gli asset per tutti i suoi clienti - distributori, istituzioni e aziende. Amundi Investment Institute riunisce le attività di ricerca, di strategia di mercato, di approfondimento degli investimenti e di consulenza sull'asset allocation di Amundi. Il suo obiettivo è quello di diffondere le opinioni e le raccomandazioni di investimento di Amundi.

Discover more from Amundi at www.amundi.com or visit us on



Informazioni importanti

INFORMATIVA AD USO ESCLUSIVO DI OPERATORI PROFESSIONALI per tali intendendosi gli intermediari incaricati della distribuzione/collocamento di prodotti finanziari e della relativa attività di consulenza. La presente informativa non può essere riprodotta, distribuita a terzi o pubblicata, in tutto o in parte, senza la preventiva autorizzazione di Amundi. I contenuti di questa comunicazione non possono essere utilizzati per lo svolgimento di attività pubblicitaria. Le informazioni fornite sono ritenute accurate alla data della redazione e possono essere modificate in qualsiasi momento senza preavviso. Questa comunicazione si basa su fonti considerate affidabili al momento della redazione. Le informazioni fornite non costituiscono in alcun modo né devono essere intese come una ricerca in materia di investimenti, un'analisi finanziaria, una raccomandazione di investimento, un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari, una proposta contrattuale o una comunicazione di marketing. Eventuali dati riferiti a performance passate non sono un indicatore attendibile di performance attuali o future. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori eventualmente citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che un investitore 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 allo strumento 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 alle "US Person".

Data di primo utilizzo: 24 febbraio 2026

ID documento: 5242137

Documento emesso da Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée" - SAS con un capitale di 1.143.615.555 euro - Gestore di portafoglio regolamentato dall'AMF con il numero GP04000036 - Sede: 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

CHIEF EDITORS	EDITORS	DEPUTY EDITOR
MONICA DEFEND Head of Amundi Investment Institute	CLAUDIA BERTINO Head of Investment Insights, Publishing and Client Development, Amundi Investment Institute	UJJWAL DHINGRA Senior Specialist, Investment Insights & Client Division, Amundi Investment Institute
VINCENT MORTIER Group CIO, Amundi	LAURA FIOROT Head of Investment Insights and Client Division, Amundi Investment Institute	

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned