

Un'era di scelte contrastanti

A ottobre gli indici azionari globali hanno raggiunto i massimi di tutti i tempi grazie all'ottimo andamento del settore dell'AI negli Stati Uniti, alle aspettative di un allentamento monetario da parte della Fed e al sentiment positivo riguardo all'espansione fiscale in Germania. Tuttavia, la ripresa delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, i timori legati ad alcuni eventi creditizi negli Stati Uniti e il persistente shutdown del governo statunitense hanno alimentato la volatilità degli asset rischiosi. Gli Stati Uniti e la Cina hanno deciso di prolungare la tregua, ma occorrerà verificare la sua effettiva sostenibilità nel lungo termine.

Questa incertezza sui mercati ha spinto in precedenza gli investitori verso i titoli di Stato, considerati investimenti sicuri, e questo aumento della domanda ha fatto scendere i rendimenti negli Stati Uniti, in Europa e nel Regno Unito. **Persistono tuttavia i timori riguardo all'effetto di lungo periodo della spesa pubblica sul deficit, sul debito e sulle valute (svalutazione/perdita di valore reale delle valute).** L'oro ha quindi raggiunto quotazioni record, anche se poi i prezzi hanno ritracciato. I rischi fiscali si sono riflessi anche nei rendimenti giapponesi e hanno causato un forte calo dello yen.

Questi sono i principali temi economici che probabilmente emergeranno nei prossimi mesi.

- **Le spese per gli investimenti nell'AI stimoleranno la crescita negli Stati Uniti, ma non riusciranno a compensare del tutto il calo dei consumi** che continuano a essere il pilastro dell'economia statunitense. La buona tenuta dei consumi emersa sinora dai dati pubblicati, nonché un potenziale aumento delle spese per gli investimenti, ci hanno permesso di rivedere al rialzo le stime sulla crescita statunitense per il 2025 (1,9%) e per il 2026 (1,9%). Tuttavia, il mercato del lavoro rimane debole e quindi siamo giunti alla conclusione che questo trend d'indebolimento generale proseguirà anche in futuro. Gli investimenti nel settore tecnologico non si sono ancora tradotti in una creazione significativa di nuovi posti di lavoro e difficilmente produrranno effetti rilevanti sul mercato nel breve termine. Di conseguenza ci attendiamo un rallentamento della crescita dei redditi e un raffreddamento dei consumi.



VINCENT MORTIER
GROUP CIO

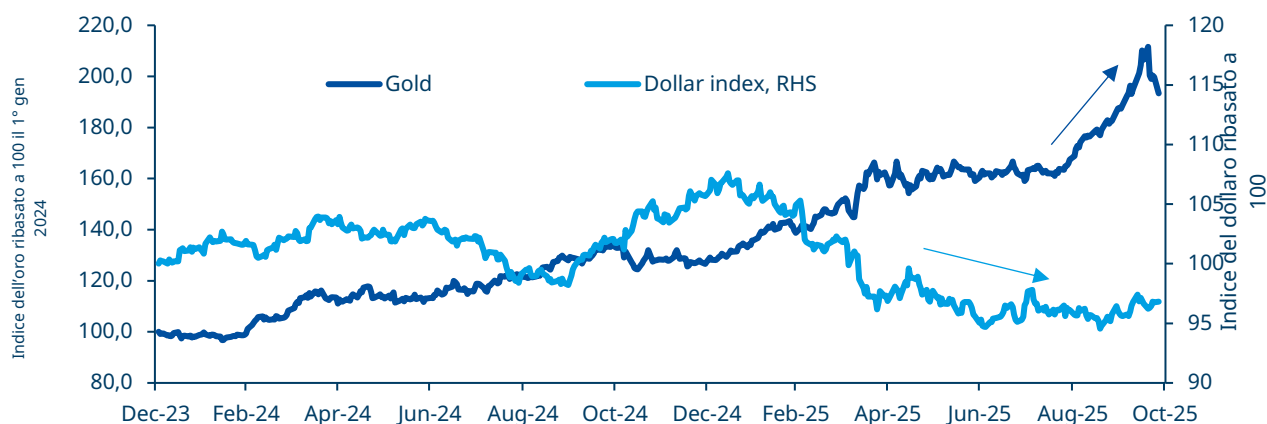


MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE



PHILIPPE D'ORGEVAL
DEPUTY GROUP CIO

La scelta di un vero bene rifugio: il prezzo dell'oro è sceso di recente dopo i rialzi eccessivi nel secondo semestre



Mentre gran parte del mondo punta sull'espansione fiscale, la Cina inverte la rotta. Pechino mira a ridurre la sovrapproduzione e a riequilibrare il proprio modello economico verso una crescita trainata dai consumi interni.

- **La crescita dell'Eurozona subirà probabilmente un rallentamento nel corso del 2025, per poi recuperare nella seconda metà del 2026, pur rimanendo al di sotto del trend di lungo periodo.** Nel breve termine e all'inizio del 2026, i rischi sono verso il basso a causa di potenziali ritardi e aggiustamenti nell'implementazione degli stimoli fiscali tedeschi e alle pressioni sul fronte delle esportazioni. Tuttavia, l'attività economica in Spagna e in Italia dovrebbe continuare a dar prova di buona tenuta. Le ultimissime sanzioni degli Stati Uniti alla Russia indicano che saranno probabilmente più allineati con l'UE sul tema della sicurezza. Anche se molto dipenderà da come saranno effettivamente implementate le sanzioni, eventuali indicazioni di un cessate il fuoco con l'Ucraina (ancora lontano) avrebbero un impatto positivo sull'economia e sugli asset europei.
- **La leva fiscale sta diventando sempre più importante.** Gli Stati Uniti manterranno probabilmente un orientamento espansivo in ambito fiscale (un rischio non prezzato dal mercato) seppur con qualche aggiustamento, mentre in Giappone, visto il quadro politico frammentato e le intenzioni del nuovo governo, preverranno probabilmente le politiche populiste e proseguirà quindi l'espansione fiscale. Anche la Germania seguirà questa direzione, ma con la differenza cruciale che dispone dei margini necessari per la manovra fiscale.
- **Le proiezioni sulla crescita della Cina nel 2026 sono state riviste al rialzo** e, dato che la crescita sarà vicina all'obiettivo stabilito dal governo, non ci aspettiamo un significativo bazooka fiscale. La decisione di fornire stimoli fiscali o monetari dipenderà tuttavia anche da come evolverà la politica commerciale adottata dagli Stati Uniti nei confronti della Cina. Nel complesso, le politiche contro l'eccessiva concorrenza, la fragilità dei consumi domestici e la riduzione degli investimenti nel settore immobiliare comportano che l'attività economica resterà sotto tono nel breve periodo.

Amundi Investment Institute: La Fed taglierà i tassi di interessi: riflettori puntati anche sulle pressioni politiche

Nessuna variazione alle nostre previsioni sui tagli ai tassi d'interesse da parte della Fed*. La Fed ha ridotto i tassi di interesse a ottobre, così com'era previsto, e probabilmente interverrà ancora una volta quest'anno e due volte nel 2026. Tali interventi sono giustificati dalla nostra valutazione fondamentale dell'economia, anche se non possiamo escludere che le pressioni politiche potrebbero indurre la Fed a operare altre sforbiciate. Gli interventi della Fed dipenderanno tuttavia anche da (1) quanto le aziende riusciranno a trasferire l'aumento dei dazi statunitensi ai consumatori (2) dalla velocità di decelerazione dell'inflazione dei servizi core. Nella zona Euro la BCE probabilmente effettuerà un altro taglio ai tassi di interesse prima della fine dell'anno e taglierà i tassi una volta anche nel primo semestre del 2026. Per quanto riguarda la BoE, riteniamo ora che la banca centrale britannica taglierà i tassi di interesse a dicembre.

Nella Quarta sessione plenaria del Comitato Centrale del partito comunista cinese, conclusasi di recente, sono state presentate le priorità dei prossimi cinque anni: il governo ha ribadito l'intenzione di sviluppare un sistema industriale moderno e di raggiungere l'auto-sufficienza nelle tecnologie chiave, di voler conquistare l'autonomia strategica nel settore tecnologico e disporre di forti catene di approvvigionamento indipendenti. Queste priorità determineranno le politiche economiche dei prossimi anni. Per quanto riguarda la politica monetaria, la PBoC potrebbe decidere di introdurre ulteriori misure monetarie espansive nel caso in cui le politiche commerciali statunitensi creino una volatilità eccessiva sul fronte commerciale.

Le banche centrali, come la Fed, sono orientate a tagliare i tassi di interesse in un periodo in cui l'economia sta rallentando ma non è in recessione. Il compito della Fed sarà complicato dalle aspettative d'inflazione, dai dazi e dalle pressioni politiche.

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Il ciclo degli investimenti tecnologici USA, gli stimoli fiscali globali e le politiche di allentamento monetario delle banche centrali in un'economia ancora in crescita rappresentano fattori positivi per gli asset rischiosi.

Per contro, l'inflazione statunitense rimarrà probabilmente al di sopra del target, in Europa potrebbero emergere pressioni sulla domanda interna e la guerra commerciale non è ancora finita. Inoltre, potremmo assistere sui mercati a un veloce prosciugamento della liquidità, attualmente abbondante. Questi fattori ci consentono di essere moderatamente positivi sul rischio.

- Nell'obbligazionario globale siamo complessivamente neutrali sulla duration, mentre siamo costruttivi sulle obbligazioni societarie investment grade e sulle obbligazioni dei mercati emergenti. Preferiamo le obbligazioni europee a quelle statunitensi e rimaniamo prudenti sul Giappone. Negli Stati Uniti l'inflazione non riflette ancora appieno l'aumento dei dazi, ma nei prossimi mesi potrebbe esserci un cambiamento.
- Per quanto riguarda l'azionario, crediamo che le valutazioni elevate negli Stati Uniti rendano necessaria una diversificazione geografica in aree come l'Europa, il Regno Unito e i mercati emergenti (ME). Tuttavia, la buona tenuta degli utili statunitensi tra i vari settori, compreso quello tecnologico, confermano che bisogna essere selettivi. Per quanto riguarda i Paesi emergenti, siamo ottimisti su Brasile, Messico e India.
- Nel comparto multi-asset abbiamo invece ridotto il nostro posizionamento sulla duration statunitense, ma nel complesso rimaniamo positivi. Inoltre l'evoluzione dei negoziati tra Stati Uniti e Cina sul commercio e la concorrenza geopolitica potrebbero avere un impatto su alcuni asset nei Paesi emergenti nei confronti dei quali siamo positivi. Per quanto riguarda invece le materie prime, visto il recente rally, abbia rivisto al ribasso la nostra view ottimista sull'oro.

*Mentre rimaniamo
positivi sul rischio,
prendiamo atto del
potere
trasformativo
dell'intelligenza
artificiale in diversi
settori che si
tradurrà in un
miglioramento
della produttività.*

Sentiment complessivo sul rischio

Risk off



Risk on

Siamo moderatamente positivi sugli attivi rischiosi, incluse le azioni e le obbligazioni societarie, ma manteniamo comunque un approccio bilanciato tra qualità, solidità degli utili e valutazioni.

Variazioni rispetto al mese precedente

- **Azioni:** a livello regionale siamo neutrali sugli Stati Uniti, meno negativi sui titoli growth statunitensi e leggermente meno costruttivi sull'Europa.
- **MULTI-ASSET:** meno positivi sulla duration statunitense e sull'oro. Revisione al ribasso del real brasiliano e del peso messicano rispetto al renminbi, e abbiamo rafforzato le nostre opinioni sulle altre coperture.
- **Valute:** con una mossa tattica abbiamo assunto una posizione neutrale sul dollaro statunitense e siamo meno ottimisti sullo yen.

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. Per altre definizioni, si veda l'ultima pagina di questo documento.

MULTI-- ASSET

Risk-on: aggiustamenti alla duration e all'oro

L'economia statunitense finora ha dimostrato resilienza, ma le politiche commerciali e i dazi potrebbero complicare l'outlook per le ripercussioni su consumi e inflazione. In Europa le pressioni sulle esportazioni sono visibili, e anche la domanda interna potrebbe risentirne. Nonostante queste problematiche, il contesto economico complessivo non è però recessivo. Le banche centrali sono intenzionate a tagliare i tassi di interesse e i governi stanno fornendo sostegno fiscale. Tuttavia persiste un clima di incertezza causato dalle tensioni commerciali, dalla situazione geopolitica e dalle valutazioni. Siamo quindi dell'idea che sia necessario rafforzare le coperture.

Siamo positivi sulle azioni statunitensi e britanniche. Il settore dell'IA continua a spingere gli utili societari in una fase in cui c'è una discreta liquidità a livello globale. Abbiamo tuttavia alcune preoccupazioni per le valutazioni eccessive e continuiamo a diversificare investendo nelle aziende a media capitalizzazione. Le azioni britanniche, con le loro caratteristiche difensive e i dividendi elevati, sono un altro segmento su cui abbiamo un giudizio positivo. Rimaniamo poi costruttivi sulla Cina, e in generale sui Paesi emergenti, grazie alle valutazioni interessanti e alla politica monetaria espansiva delle loro banche centrali. Tuttavia, le trattative commerciali con gli Stati Uniti potrebbero creare una certa volatilità per alcuni asset dei Paesi emergenti. Abbiamo quindi rivisto al ribasso la nostra view su real brasiliano e peso messicano rispetto al renminbi offshore portandola verso la neutralità. Stiamo anche monitorando l'andamento delle finanze del governo brasiliano. Per quanto riguarda le valute dei Paesi sviluppati, rimaniamo positivi su EUR/USD e su corona norvegese e yen rispetto all'euro.

Sulla duration, abbiamo dimezzato l'esposizione sui Treasury USA a 5 anni. Negli Stati Uniti l'inflazione fatica a scendere. La Fed ha deciso di tagliare i tassi di interesse, ma non ha alcuna urgenza di adottare le misure aggressive attese dai mercati. Per quanto riguarda l'obbligazionario, rimaniamo positivi sui bond decennali Euro (calo dell'inflazione e crescita debole) e sui BTP, mentre siamo prudenti sui titoli di Stato giapponesi (JGB). Nel credito manteniamo la preferenza per gli emittenti investment grade europei e per le obbligazioni dei Paesi emergenti in un contesto di sentiment favorevole ai rischi.

Da ultimo, siamo ora meno positivi sull'oro. Pur rimanendo prudenti sul dollaro, nel breve termine potremmo assistere a una fase di consolidamento. Pertanto riteniamo necessaria qualche protezione in caso di rafforzamento del biglietto verde. Sulle azioni rimane valida la necessità di mantenere le coperture sui mercati sviluppati.

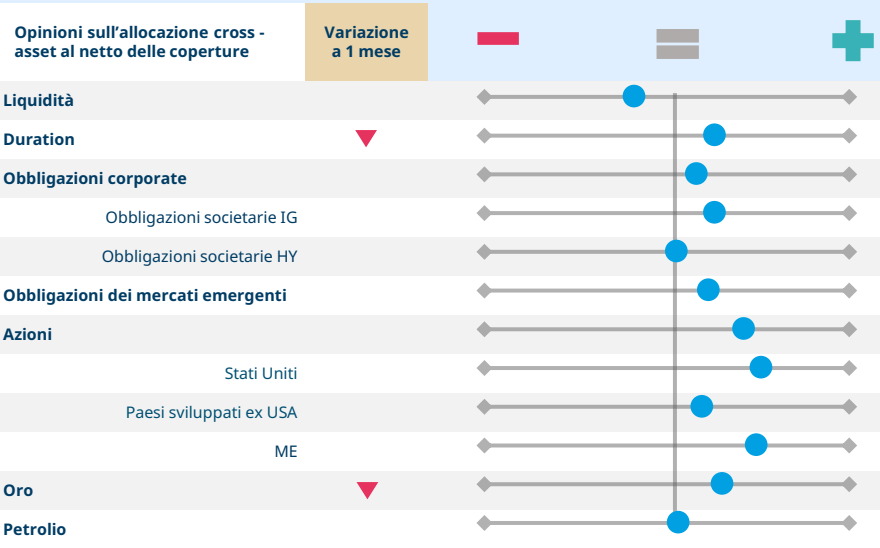
AUTORI

FRANCESCO SANDRINI
CIO ITALY & GLOBAL
HEAD OF MULTI-ASSET

JOHN O'TOOLE
GLOBAL HEAD - CIO
SOLUTIONS

Abbiamo ridotto la nostra esposizione sulla duration USA a fronte della persistenza dell'inflazione. Qualora la Fed dovesse rinunciare ai tagli dei tassi aggressivi già prezzati dal mercato, ci aspettiamo una reazione negativa.

Opinioni d'investimento multi-asset di Amundi*



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

Fonte: Amundi al 22 ottobre 2025. Variazioni a 1 mese. La tabella rappresenta le principali convinzioni d'investimento (comprese le coperture) delle Piattaforme Multi-Asset. *Le opinioni 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.