

## Banche centrali accomodanti in un'economia ancora resiliente

L'anno che si è appena concluso è stato per alcuni versi eccezionale. I mercati azionari globali hanno toccato nuovi massimi, mentre quelli dei Paesi emergenti hanno quasi sfiorato i livelli del 2021. Questo scenario si è verificato malgrado le politiche poco ortodosse dell'amministrazione americana - soprattutto in ambito commerciale - che hanno sostenuto la straordinaria performance dell'oro, tradizionale bene rifugio.

È significativo che strumenti finanziari situati agli estremi dello spettro di rischio abbiano generato rendimenti elevati. Più di recente abbiamo assistito anche al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato europei e giapponesi. L'aspetto singolare è che i rendimenti dei Treasury USA sono saliti malgrado il taglio dei tassi di interesse operato dalla Fed. Sebbene il segmento lungo della curva dei rendimenti risenta meno delle decisioni di politica monetaria rispetto a quello breve, è comunque insolito che i due segmenti si muovano in direzioni opposte.

Nei prossimi mesi la politica fiscale avrà verosimilmente un ruolo decisivo, soprattutto negli Stati Uniti, in Germania e in Giappone, mentre anche le politiche monetarie dovrebbero essere di supporto. I consumi, il mercato del lavoro e l'inflazione saranno i fattori che influenzeranno le decisioni politiche, mentre i mercati seguiranno con maggiore attenzione gli investimenti collegati all'intelligenza artificiale. Tutto ciò accadrà in un contesto in cui verrà messo in discussione l'eccezionalismo statunitense.

- **I rimborsi fiscali più elevati sosterranno leggermente la crescita USA nella prima metà del 2026**, ma non avranno effetto oltre tale periodo. Abbiamo marginalmente rivisto al rialzo le nostre stime sulla crescita economica per il 2026 portandole dall'1,9% al 2,0%, ma rimaniamo convinti che la crescita sarà inferiore al potenziale. La frenata dei consumi statunitensi è dovuta al mercato del lavoro che si trova in una fase di rallentamento, anche se non di crollo. Inoltre, in vista delle elezioni di mid-term, l'amministrazione Trump potrebbe riservare sorprese in termini di politiche economiche. L'inflazione, che sarà a nostro avviso uno dei fattori decisivi nell'anno in cui si terranno le elezioni di metà mandato, potrebbe spingere Trump ad ammorbidire il suo atteggiamento nei confronti dei dazi.



**VINCENT MORTIER**  
GROUP CIO

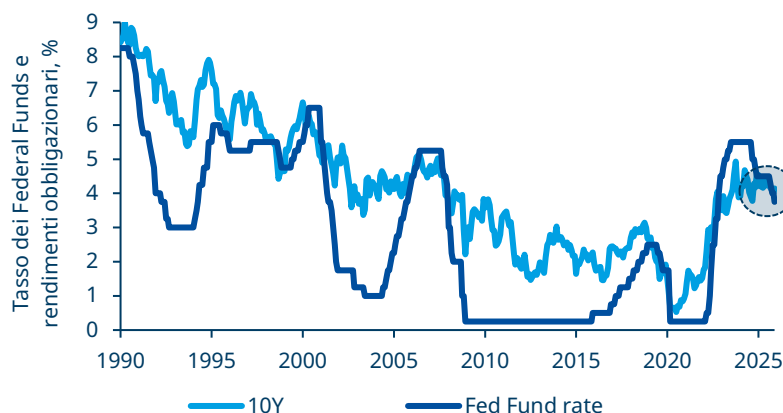


**MONICA DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE

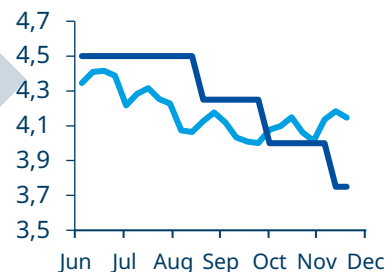


**PHILIPPE D'ORGEVAL**  
DEPUTY GROUP CIO

## I rendimenti dei Treasury decennali sono saliti nonostante i tagli dei tassi da parte della Fed.



*Nell'attuale ciclo di allentamento, i rendimenti dei Treasury decennali hanno registrato un rialzo, sostenuti dalla resilienza dell'economia e dalle preoccupazioni sul deficit fiscale.*



*Le scelte politiche non ortodosse dell'amministrazione Trump e le pressioni sulla Fed potrebbero contenere i rendimenti reali americani, indebolendo così il ruolo del dollaro come valuta rifugio.*

- **Gran parte delle banche centrali, tra cui Fed, BCE e Bank of England (BOE), ridurrà probabilmente i tassi di interesse.** Prevediamo che la Bank of England ridurrà il tasso di riferimento nel 2026, come già avvenuto nel dicembre 2025. La progressiva riduzione del deficit fiscale in rapporto al PIL dovrebbe consentirle ulteriori interventi di allentamento creando un contesto complessivamente favorevole per i titoli governativi inglesi (Gilt).
- **Il rialzo dei tassi di interesse a dicembre da parte della Bank of Japan (BOJ) è stato in linea con le nostre aspettative.** La BoJ rimarrà un'eccezione e alzerà i tassi una volta nel 2026. Un rialzo sostenuto dei rendimenti renderebbe il debito domestico più appetibile per gli investitori locali e potrebbe innescare un rimpatrio dei capitali su larga scala. Tuttavia, i rendimenti nominali e reali potranno aumentare in modo sostenibile solo se la BOJ manifesterà una chiara volontà di normalizzare i tassi d'interesse, prospettiva che al momento risulta improbabile.
- **L'AI rappresenta un'opportunità, tuttavia i mercati solleveranno alcuni interrogativi sul ritorno potenziale degli investimenti,** premiando le società che forniranno indicazioni puntuali sulla capacità di generare ricavi e profitti da questi investimenti. Inoltre, il ciclo di investimenti nell'AI potrebbe estendersi dagli hyperscaler alle utilities (ie fornitori di energia elettrica) e alle aziende industriali che producono beni fisici per l'utilizzo finale, tra cui robot automatizzati e veicoli autonomi/attrezzature. Visto il maggiore fabbisogno di capitale di queste società, aumenterà l'offerta di strumenti di debito sui mercati del credito.
- **Da una prospettiva geopolitica, è probabile che la concorrenza tra Stati Uniti e Cina per la supremazia nell'AI sia destinata a continuare.** Entrambi i Paesi cercheranno di costruire ecosistemi di AI al servizio dei loro interessi nazionali, in particolare la Cina, che ambisce a ottenere "l'indipendenza in materia di semiconduttori" dagli Stati Uniti.

## Amundi Investment Institute: proseguirà l'allentamento della politica monetaria

**Persiste l'incertezza sulla leadership nella Fed, ma appare chiaro che il nuovo Presidente della banca centrale americana seguirà un approccio più espansivo.** La politica monetaria rimarrà accomodante e confermiamo le nostre previsioni di due tagli dei tassi di interesse da parte della Fed nel 2026. A dicembre la Banca centrale ha tagliato come da attese i tassi di interesse e ha ripreso gli acquisti di titoli finalizzati alla gestione della liquidità, concentrandosi principalmente su titoli del Tesoro a breve termine (T-bill). Tale manovra indica che la FED intende mantenere la liquidità, che rimane elevata. Pur non configurandosi come un *quantitative easing* (QE), questa operazione implica un'espansione del bilancio della Fed. Tuttavia, in uno scenario di accresciuta incertezza in materia di politiche economiche, la liquidità potrebbe venir meno rapidamente in caso di aumento della volatilità.

**Alla luce della decisione della BCE a dicembre, confermiamo la nostra previsione di due tagli dei tassi di interesse nel 2026.** Crediamo che le prospettive di crescita nell'Eurozona siano deboli e che la BCE potrebbe sottostimare l'impatto negativo dei dazi statunitensi sulle esportazioni europee. Inoltre, un ritardo nell'implementazione dell'ETS2 (EU Emissions Trading System 2) potrebbe spingere la BCE a rivedere al ribasso le sue stime sull'inflazione. Il *quantitative tightening* (QT) della BCE è passivo, e la Banca Centrale Europea modificherà la sua politica solo se le condizioni finanziarie peggioreranno in modo considerevole, un'ipotesi che al momento non ci sembra plausibile.

*La liquidità, sia macro (espansione del bilancio, massa monetaria, ecc.) sia di mercato, è sufficiente ma potrebbe contrarsi rapidamente in caso di incertezza politica e di elevata volatilità, per cui manteniamo un approccio moderato al rischio.*

**MONICA DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

I rischi correlati al forte indebitamento e all'aggravarsi dei disavanzi fiscali nei Paesi sviluppati, nonché i rischi legati alla geopolitica globale, continueranno a incomberare. In questo contesto, i mercati emergenti offrono interessanti opportunità selettive, soprattutto alla luce delle politiche di allentamento delle banche centrali dei Paesi sviluppati. Di seguito descriviamo le nostre convinzioni d'investimento:

- Nell'obbligazionario, abbiamo complessivamente un posizionamento quasi neutrale sulla duration, leggermente positivo sull'UE e sul Regno Unito, prudente sugli Stati Uniti. Abbiamo rivisto al rialzo la view sulla duration in Giappone e stiamo monitorando le politiche della BOJ, l'inflazione e la politica fiscale. Nonostante il previsto rialzo dei tassi di interesse, siamo dell'idea che la BOJ sia dietro la curva e che questo sia il motivo per cui i rendimenti hanno registrato un forte rialzo a dicembre. Visti gli elevati stimoli fiscali presenti nel Paese, la Banca centrale continuerà ad alzare i tassi anche nel 2026. Manteniamo poi un atteggiamento costruttivo nei confronti delle obbligazioni dei Paesi emergenti perché siamo convinti che nonostante le valutazioni elevate offrano buone opportunità idiosincratice.
- Nell'azionario riteniamo sia il momento di diversificare operando scelte più selettive e puntando su segmenti su cui si hanno forti convinzioni di lungo termine su valutazioni, utili e outlook economico. Inoltre siamo convinti che i mercati chiederanno maggior visibilità sull'effettivo ritorno sul capitale degli investimenti societari nel settore tech e nell'AI. Di conseguenza questo è il momento propizio per investire in regioni come l'Europa. Anche mercati emergenti come l'India presentano opportunità legate al loro potenziale di crescita interna.
- Nel segmento **multi-asset** manteniamo il nostro approccio attivo; da un punto di vista tattico abbiamo ridotto la nostra convinzione sulle azioni cinesi, ma continuiamo a essere positivi sui Paesi emergenti nel loro complesso. Per quanto riguarda l'obbligazionario, siamo meno prudenti sulla duration giapponese, ma continuiamo a monitorare le politiche monetarie e fiscali del Paese.

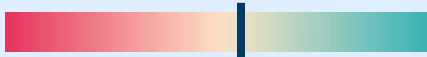
*I timori riguardo all'indebolimento del mercato del lavoro statunitense e le valutazioni elevate degli attivi rischiosi sono controbilanciati dal supporto fiscale e monetario e dall'abbondante liquidità. In questo contesto così poco lineare abbiamo leggermente ridotto la nostra esposizione al rischio.*

## Sentiment complessivo sul rischio

Risk off



Risk on



Da un punto di vista tattico abbiamo ridotto l'esposizione al rischio soprattutto a causa del peggioramento marginale del sentiment per il rischio e dei fattori tecnici.

### Variazioni rispetto al mese precedente

- **MULTI- ASSET:** abbiamo tatticamente ridotto il posizionamento sulle azioni cinesi verso la neutralità e siamo diventati meno cauti sulla duration giapponese.
- **Obbligazioni governative:** abbiamo aumentato l'esposizione alla duration giapponese nell'ambito di un approccio complessivamente attivo.
- **Valute:** siamo più positivi sulle valute dei Paesi emergenti, abbiamo aumentato l'esposizione all'Euro sul quale siamo ora neutrali e adottato una view negativa sul dollaro statunitense.

*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

**Assetto pro-rischio: ricalibrato, non ridotto**

Dagli Stati Uniti stanno giungendo segnali macroeconomici contrastati. Il mercato del lavoro è in peggioramento, ma il ritmo di tale deterioramento si sta stabilizzando: la Fed sta allentando la propria politica monetaria ed è attenta a mantenere la liquidità, mentre la politica fiscale è di supporto. In Europa i consumi sono sotto tono, ma l'inflazione sta scendendo. Questi fattori, unitamente alla elevata liquidità e alle favorevoli condizioni di credito nei mercati, compensano in parte, ma non eliminano del tutto, i rischi legati alle valutazioni elevate. Di conseguenza abbiamo modificato un po' la nostra valutazione sugli attivi rischiosi senza modificare le nostre convinzioni di medio termine. Inoltre, viste le valutazioni elevate, manteniamo nei portafogli protezioni quali l'oro e strategie di hedging sulle azioni dei Paesi sviluppati.

Siamo ottimisti sui mercati azionari, inclusi quelli americani, britannici ed europei. La politica monetaria espansiva della Fed e gli utili sono favorevoli, ma i mercati monitoreranno con crescente attenzione il potenziale di rendimento degli investimenti delle aziende nell'AI e nel settore tech in generale. Per quanto riguarda i Paesi emergenti, stiamo assistendo a un peggioramento del sentiment domestico in Cina, dove le valutazioni sono eccessive, e quindi da un punto di vista tattico abbiamo deciso di assumere una posizione neutrale sulla Cina mentre continuiamo a monitorare il contesto economico. Adottiamo una posizione più bilanciata mantenendo una visione positiva sull'insieme dei mercati emergenti, inclusa la Cina.

Confermiamo la nostra opinione costruttiva sulla duration principalmente negli Stati Uniti e in Europa, mentre siamo meno negativi sul Giappone alla luce del rapido aumento dei rendimenti negli ultimi mesi riconducibile all'intenzione della Banca centrale giapponese (BOJ) di normalizzare la propria politica monetaria. Tuttavia manteniamo una certa cautela sul Giappone. Negli Stati Uniti consideriamo più interessanti i titoli a breve e media scadenza rispetto a quelli a lunga scadenza. In Europa, vista la crescita economica piuttosto debole, ci aspettiamo invece un calo dei tassi di interesse. Infine rimaniamo positivi sui BTP rispetto ai bund tedeschi. Continuiamo a puntare sulle obbligazioni societarie Investment Grade europee e sulle obbligazioni dei Paesi emergenti.

Le nostre opinioni sulle valute si basano sulle sfide strutturali al dollaro statunitense. Siamo inoltre positivi sulla corona norvegese e sullo yen rispetto all'euro. La corona norvegese sarà supportata dall'esposizione ciclica della Norvegia in una fase di discreta crescita mondiale.

AUTORI

**FRANCESCO SANDRINI**

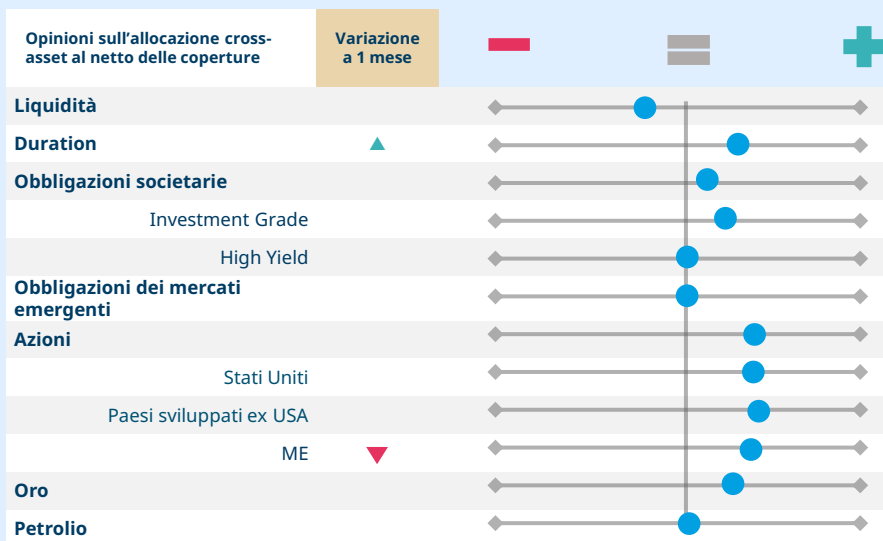
CIO ITALY & GLOBAL HEAD OF MULTI-ASSET

**JOHN O'TOOLE**

GLOBAL HEAD - CIO SOLUTIONS

*“Visti i recenti rialzi abbiamo adottato una posizione più equilibrata sui mercati azionari emergenti; inoltre abbiamo ricalibrato tatticamente la nostra esposizione alla duration in Giappone”*

**Opinioni d'investimento multi-asset di Amundi\***



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

Fonte: Amundi al 23 dicembre 2025. Le 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.

## View di Amundi sulle asset class

## View sui mercati azionari

Azioni DM	Variazione vs mese scorso	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US						◆				
<i>US Growth</i>				◆						
<i>US Value</i>							◆			
Europe							◆			
<i>Europe SMID</i>								◆		
Japan							◆			
<b>Azioni EM</b>	<b>Variazione vs mese scorso</b>	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
EM							◆			
<i>EM Asia</i>							◆			
<i>Latin America</i>								◆		
<i>Emerging EMEA</i>								◆		
EM-ex China							◆			
China						◆				
India							◆			

## View sui mercati obbligazionari

Duration	Variazione vs mese scorso	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US					◆					
EU							◆			
UK							◆			
Japan	▲					◆				
<b>Overall</b>						◆				
Credit	Variazione vs mese scorso	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US IG						◆				
US HY				◆						
EU IG								◆		
EU HY						◆				
<b>Overall</b>							◆			
EM Bonds	Variazione vs mese scorso	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
China govt.						◆				
India govt.								◆		
EM HC								◆		
EM LC									◆	
EM corp.								◆		
<b>Overall</b>								◆		

## View sulle valute globali

FX	Variatione rispetto al mese scorso	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
USD	▼				◆					
EUR	▲					◆				
GBP					◆					
JPY							◆			
EM FX*	▲							◆		

▼ Rivista al ribasso rispetto al mese precedente

▲ Rivista al rialzo rispetto al mese precedente

Fonte: sintesi delle opinioni espresse durante l'ultima riunione del comitato globale per gli investimenti (GIC) tenutasi il 17 dicembre 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.

## 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 dicembre 2025. DOC ID: 5084074

Document 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](http://www.amundi.com).

Photo credit: Unya-MT @gettyimages