

**Rendimenti attesi a dieci anni**  
**Verso un riordino delle asset  
class**

Edizione annuale 2024

**La fiducia  
va meritata**

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT



**MONICA  
DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE

## Una transizione disordinata con vincitori e vinti

*Il cambiamento climatico, la transizione energetica e la geopolitica determineranno probabilmente una diversa traiettoria di crescita nei vari paesi; potrebbero emergere nuovi vincitori, mentre le Banche centrali dovranno gestire un delicato equilibrio e si adopereranno per mantenere la stabilità dei prezzi e costi del servizio del debito sostenibili per finanziare la transizione.*

## Verso un riordino delle asset class nei prossimi dieci anni

*Nei prossimi dieci anni le diverse asset class avranno, a nostro parere, un appeal diverso. Le obbligazioni rappresentano un'ancora per gli investitori e anche i bond dei paesi emergenti ritorneranno a essere appetibili. Nei paesi emergenti saranno interessanti anche i titoli azionari, soprattutto quelli indiani, ma non sono da trascurare i titoli europei che dovrebbero riguadagnare un certo appeal.*



**VINCENT  
MORTIER**  
GROUP CHIEF  
INVESTMENT OFFICER



**MATTEO  
GERMANO**  
DEPUTY GROUP CHIEF  
INVESTMENT OFFICER

## È tempo di ripensare l'asset allocation strategica e di ampliare la diversificazione

*La svolta nella politica delle Banche centrali, le future correzioni delle valutazioni delle azioni nei paesi sviluppati e la crescita frammentata nei paesi emergenti potrebbero offrire alcune opportunità per ripensare l'asset allocation strategica e incrementare la diversificazione con attivi reali e alternativi in portafoglio.*



KEY INSIGHTS

**Gli aspetti chiave degli scenari e le previsioni sui rendimenti nei prossimi 10 anni**

I ritardi nella transizione energetica, i progressi ottenuti con l'Intelligenza artificiale e le valutazioni determineranno un riordino delle asset class.

I ritardi nella politica climatica, l'aumento delle tensioni geopolitiche e l'adozione dell'Intelligenza artificiale stanno ridisegnando la traiettoria di lungo periodo dell'economia. L'evoluzione di questi trend e l'impatto delle valutazioni elevate in alcune aree determineranno i rendimenti futuri attesi. Le obbligazioni sono ritornate a essere il motore dei portafogli, mentre nell'azionario muteranno gli scenari, con una ripresa soprattutto delle azioni dei mercati emergenti. Anche le obbligazioni dei mercati emergenti, gli hedge fund e il private debt torneranno a essere appetibili grazie ai loro benefici in termini di diversificazione.

**1 Transizione disordinata, ma aiutata in parte dall'Intelligenza artificiale**

Visti i ritardi nella politica climatica e le crescenti tensioni geopolitiche la transizione seguirà un andamento disordinato. I costi più alti verranno rimandati agli anni successivi. La traiettoria sta diventando nel complesso più rischiosa perché con i ritardi aumentano i rischi fisici. I guadagni di produttività ottenuti con l'IA potranno contribuire a compensare in parte il suo impatto economico. Prevediamo che l'adozione dell'IA sarà graduale perché dovranno essere valutati anche i costi sociali ed energetici.

**2 Sforzi delle Banche centrali per bilanciare la stabilità dei prezzi e i bassi rendimenti per gli investitori**

Continuiamo a prevedere nel breve termine un'inflazione sostenuta che, nel medio termine, convergerà verso gli obiettivi delle Banche centrali. Queste ultime si troveranno a dover conciliare i loro obiettivi di stabilità dei prezzi e di riduzione del bilancio con il mantenimento di tassi relativamente bassi per i mercati allo scopo di soddisfare i requisiti di finanziamento della transizione.

**3 Percorso sfidante verso le emissioni net zero per molti paesi emergenti, con alcuni vincitori**

Il percorso verso le emissioni net zero appare più sfidante per molti mercati emergenti e le differenze tra i paesi diverranno più marcate. Tuttavia, i paesi ricchi di minerali cruciali per la transizione energetica sono quelli che potrebbero trarre i maggiori benefici.

2,3%

Gap nel 2024-2033 tra la crescita media del PIL nei mercati emergenti e mercati sviluppati a favore dei primi.

-2,3%

Calo dei rendimenti annuali attesi nei prossimi 10 anni di un portafoglio USA 60% azioni - 40% obbligazioni\* rispetto agli ultimi 10 anni.

>7%

I rendimenti attesi del private equity, delle azioni indiane e dei mercati emergenti (Cina esclusa) per i prossimi 10 anni sono superiori al 7%.

~50%

Per gli investitori con un profilo di rischio moderato, l'allocazione ottimale alle obbligazioni Global Aggregate si aggira tra il 45% e il 55%

~20%

Allocazione consigliata a un paniere di attivi reali e alternativi.

Fonte: Amundi 2024 Capital Market Assumptions. \*60% MSCI USA TR USD, 40% US Aggregate Bond.



4

**Nell'ambito di una transazione equa e giusta dovrà essere valutata una carbon tax**

La carbon tax potrebbe avere un impatto significativo sulla crescita e sull'inflazione e avrebbe un impatto in particolare sui mercati emergenti. Una transizione equa è al centro delle argomentazioni a favore della tassazione del carbonio.

5

**Prevedere rendimenti più bassi e una crescente volatilità soprattutto delle azioni**

In media, i rendimenti attesi su un arco di 10 anni sono leggermente più bassi se confrontati con le previsioni dell'anno scorso, soprattutto per quanto riguarda le azioni dei paesi sviluppati. L'allocazione tradizionale, 60% azioni - 40% obbligazioni USA, potrebbe fornire rendimenti nettamente più bassi rispetto agli ultimi dieci anni (rendimento annuale dal 7,5% al 5,2%).

6

**Le obbligazioni sono ritornate ad essere il motore dei portafogli, con una focalizzazione sulla qualità**

In una prospettiva di asset allocation e alla luce del ritorno forte delle obbligazioni nel 2023, riteniamo che i bond – soprattutto quelli di elevata qualità - possano continuare a essere il principale motore dei rendimenti del portafoglio.

7

**Ai fini di diversificazione valutare l'inserimento in portafoglio del debito dei mercati emergenti, hedge fund e private debt**

In un contesto sfidante per il profilo rischio-rendimento degli attivi rischiosi, gli investitori dovrebbero valutare un aumento della diversificazione inserendo in portafoglio debito dei mercati emergenti, hedge fund e private debt. Questi attivi possono offrire un payoff rischio-rendimento con basse correlazioni a obbligazioni e azioni.

8

**Le azioni di India e mercati emergenti, Cina esclusa, offrono i rendimenti più interessanti. Il mercato statunitense dovrebbe invece segnare il passo. Negli USA sarà da privilegiare un approccio equal-weighted**

Le azioni USA potrebbero offrire rendimenti minori rispetto al passato, con alcune aree dove le valutazioni sono elevate. Un approccio equal-weighted sul mercato statunitense e un approccio globale potrebbero fornire rendimenti più alti. L'India e i mercati emergenti, Cina esclusa, dovrebbero offrire i maggiori rendimenti attesi nell'azionario.

9

**Le opportunità settoriali contribuiranno a migliorare il potenziale di rendimento**

I trend sul lungo termine come l'aumento degli investimenti per le emissioni net zero e nell'intelligenza artificiale probabilmente offriranno opportunità a livello settoriale. Healthcare, IT e i servizi per le comunicazioni hanno buone chance di essere i vincitori globali insieme ai titoli finanziari che beneficeranno dei tassi di interesse più alti.

10

**Gli asset alternativi e reali meritano un posto all'interno dell'asset allocation strategica**

Gli attivi reali e alternativi, gli hedge fund e il private debt continuano ad avere un profilo interessante, il settore Infrastructure rappresenta un buon elemento di diversificazione, mentre il Real Estate è più sfidante. Il Private Equity rimane un importante motore di crescita per gli investitori con una maggiore propensione al rischio e una maggiore tolleranza all'illiquidità.

*L'asset allocation tradizionale 60:40 sarà messa a dura prova dalle prospettive di minori rendimenti azionari nei mercati sviluppati. Investire su scala globale, inserire attivi illiquidi e cercare opportunità settoriali per muoversi all'interno di un contesto di minori rendimenti attesi.*

# Una transizione con rischi più elevati

**AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE  
SCENARIO CENTRALE 2024**

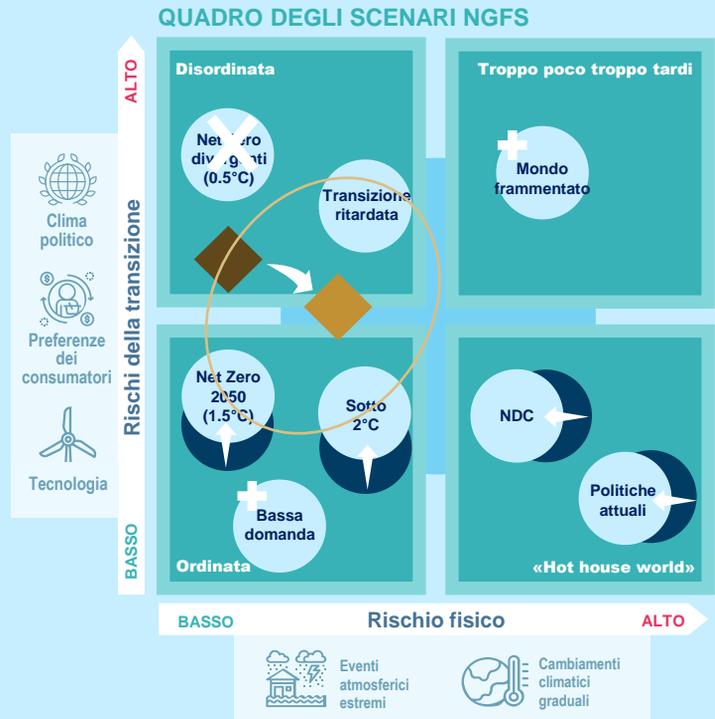
Elevata probabilità di limitare il riscaldamento globale al di sotto dei 2°C con crescenti rischi fisici rispetto al nostro scenario centrale del 2023.

**Ordinata**

Gli scenari di emissioni Net zero entro il 2050 e di un aumento del riscaldamento globale al di sotto dei 2°C prevedono che le politiche climatiche vengano introdotte con tempi rapidi e diventino progressivamente più severe. Sia i rischi fisici, sia quelli legati alla transizione sono relativamente modesti.

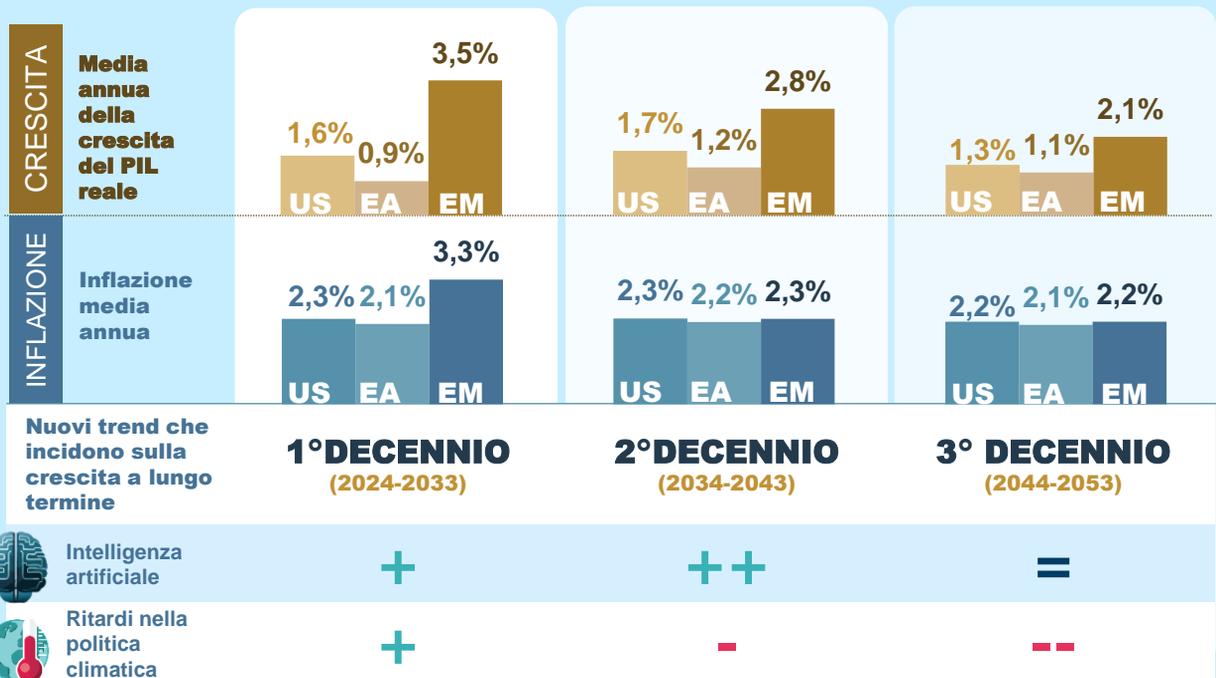
**Disordinata**

La transizione ritardata comporta rischi maggiori dovuti allo slittamento o alla divergenza delle politiche nei diversi paesi e settori.



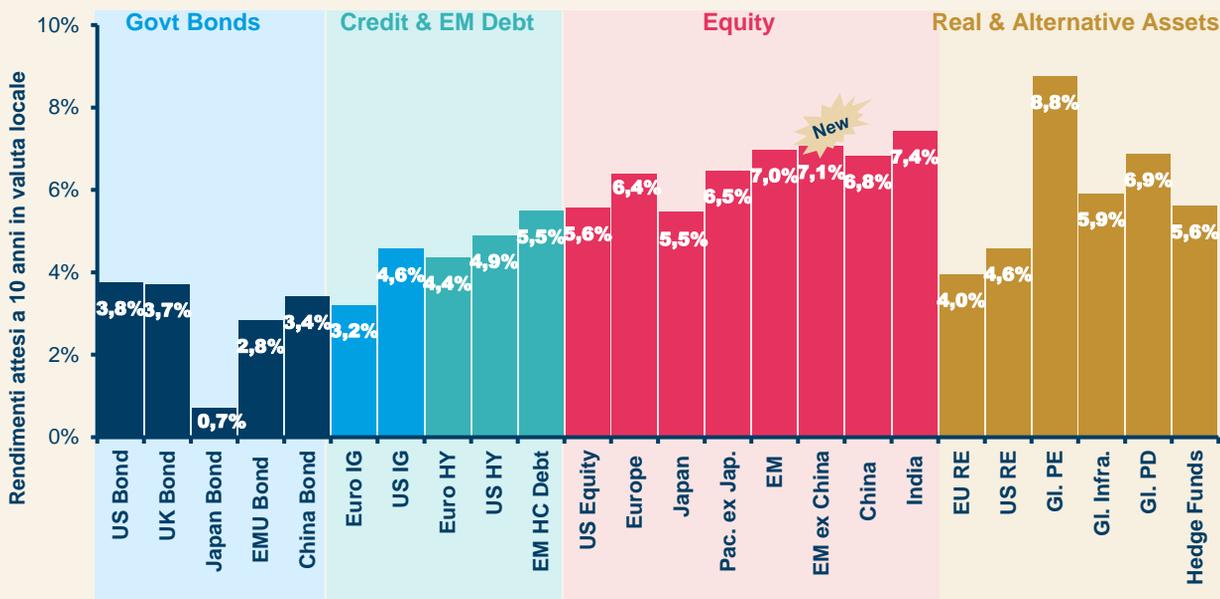
◆ Scenario centrali Amundi 2023 ◆ Scenario centrale Amundi 2024

## Traiettorie della crescita e dell'inflazione



Fonte: Amundi Investment Institute, NGFS. Dati al 31 dicembre 2023. Valutazione qualitativa dell'impatto di ogni trend sulla crescita del PIL in ogni decennio. Da ++ (impatto più positivo sul mix crescita e inflazione) a -- (impatto più negativo). NGFS è il Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System. US= Stati Uniti, EA=Area dell'euro, EM= mercati emergenti.

## Rendimenti attesi a 10 anni

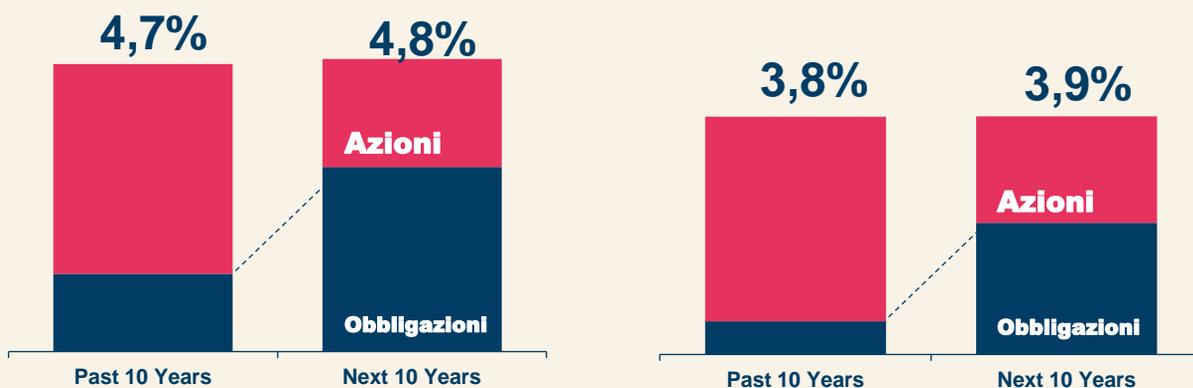


## Obbligazioni: il rendimento del motore conservativo del portafoglio

**Allocazione conservativa USA in USD**  
70% US Aggr. Bond – 30% MSCI USA

**Allocazione conservativa globale in EUR**  
70% Global Aggr. Bond Hedge Eur – 30% MSCI World Eur

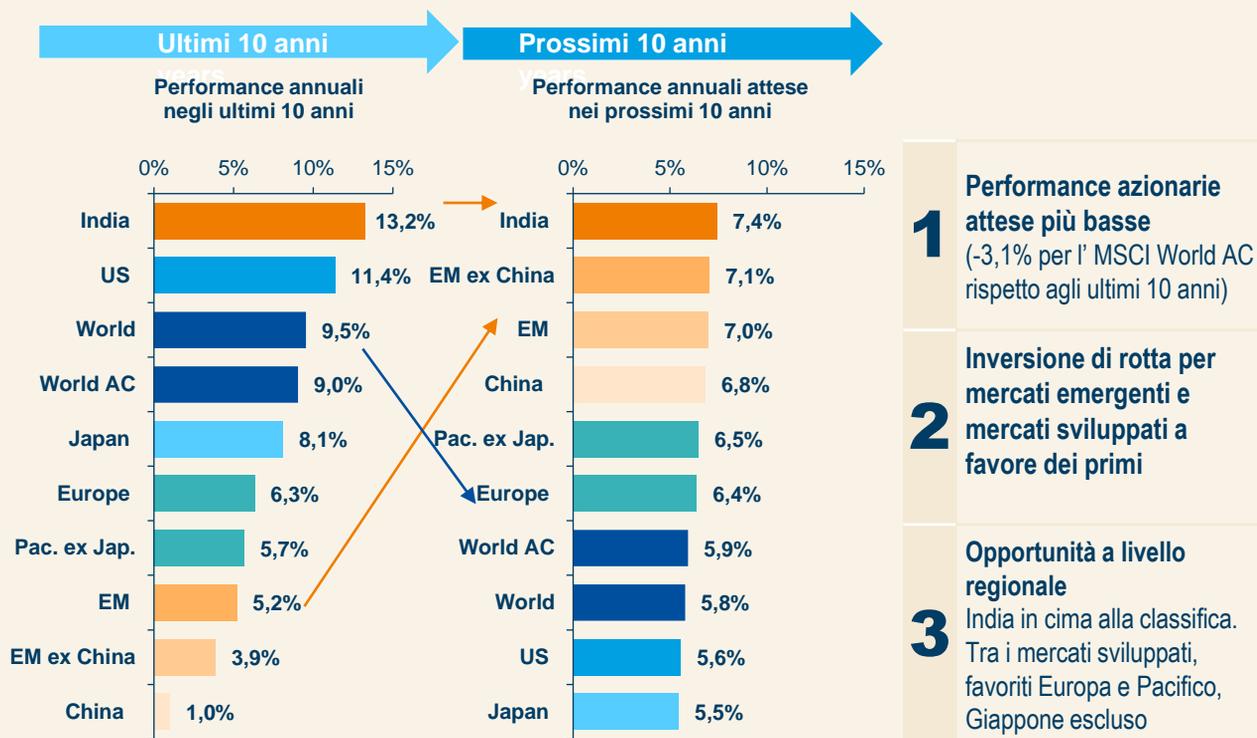
L'allocazione conservativa (70% obbligazioni – 30% azioni) potrebbe registrare performance analoghe a quelle dell'ultimo decennio grazie al miglior potenziale di rendimento delle obbligazioni che dovrebbero riacquistare il loro ruolo di principale contributore alla performance.



Fonte: Modello CASM di Amundi. Dati al 29 dicembre 2023. Per ulteriori informazioni consultare l'approfondimento 'Fonti e ipotesi' alla fine di questo documento. I rendimenti previsti non sono necessariamente indicativi di performance future, che potrebbero essere sensibilmente diverse. IG=Investment Grade, HY=High Yield, RE=Real Estate, PE=Private Equity, PD= Private Debt, Infra.=Infrastructure. Debito dei mercati emergenti in valuta locale, Global Infrastructure e hedge fund sono in USD, tutti gli altri indici sono in valuta locale.

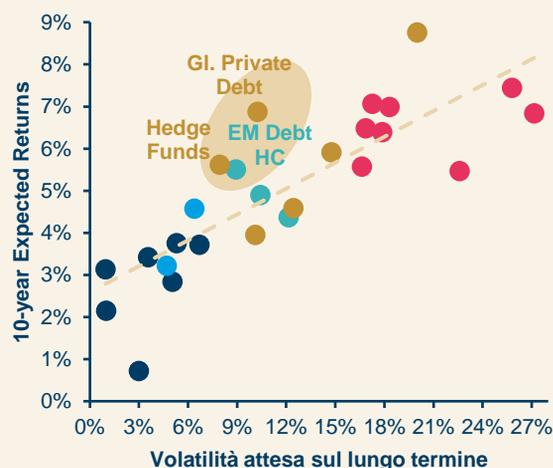
## Tre approfondimenti sul riordino delle azioni globali

Ranking delle performance passate e attese delle azioni in valuta locale



### Principali elementi di diversificazione: debito dei mercati emergenti, private debt e hedge fund

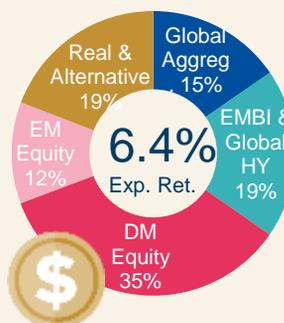
Le asset class più interessanti grazie al loro profilo favorevole rischio-rendimento e alla loro attrattività in termini di diversificazione saranno il debito dei mercati emergenti, gli Hedge Fund e il Private Debt.



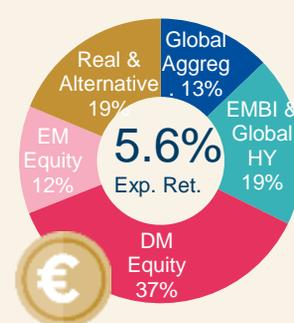
### Asset Allocation strategica: ampliare l'universo d'investimento

I rendimenti azionari attesi più bassi rappresenteranno una sfida per l'allocazione tradizionale 60% azioni - 40% obbligazioni. Per ottenere rendimenti attorno al 6% gli investitori dovranno aggiungere in portafoglio obbligazioni dei mercati emergenti, azioni dei mercati emergenti e attivi reali.

Asset allocation strategica dinamica in USD



Asset allocation strategica dinamica in euro



Fonte: modello CASM di Amundi. Dati al 29 dicembre 2023. Per ulteriori informazioni consultare l'approfondimento "Fonti e ipotesi" alla fine di questo documento. I rendimenti attesi non sono necessariamente indicativi di risultati futuri che potrebbero discostarsi in modo significativo. Il debito dei ME in valuta forte, le infrastrutture globali e gli hedge fund sono in USD, tutti gli altri indici sono in valuta locale.



## Capital Market Assumptions

Assets in local currency	Reference Index	Duration Av. next 10 years	Average Annualised GEOMETRIC		Average Annualised ARITHMETIC	10-year SIMULATE D Volatility	2003-2023 Historical Ann. Returns	2003-2023 Historical Ann. Volatility
			5-year Expected Returns	10-year Expected Returns	10-year Expected Returns			
<b>Cash</b>								
Euro Cash	JPCAEU3M Index	0.2	2.3%	2.2%	2.2%	1.0%	1.3%	0.9%
US Cash	JPCAUS3M Index	0.2	3.4%	3.1%	3.1%	1.0%	1.9%	0.9%
<b>Government Bonds</b>								
US Bond	JPMTUS Index	6.1	4.0%	3.8%	3.8%	5.3%	2.9%	5.5%
UK Bond	JPMTUK Index	9.6	4.8%	3.7%	3.9%	6.7%	3.3%	7.8%
Japan Bond	JPMTJPN Index	9.2	0.8%	0.7%	0.8%	3.0%	1.2%	2.6%
Emu Bond - Core	JPMTWG Index	6.9	2.0%	2.2%	2.2%	4.8%	2.5%	5.2%
Emu Bond - Semi Core	JPMTFR Index	7.2	2.6%	2.7%	2.8%	5.0%	2.8%	5.4%
France	JPMTFR Index	7.2	2.6%	2.7%	2.8%	5.0%	2.8%	5.4%
Italy Bond	JPMTIT Index	6.0	3.2%	3.4%	3.6%	7.1%	3.7%	6.7%
Spain Bond	JPMTSP Index	6.6	3.0%	3.2%	3.3%	6.3%	3.4%	5.8%
EMU Bond All Maturity	JPMGEMUI Index	6.8	2.7%	2.8%	2.9%	5.0%	3.0%	5.2%
Barclays Global Treasury	BTSYTRUH Index	6.9	2.8%	2.7%	2.7%	3.7%	3.3%	3.9%
<b>Credit Investment Grade</b>								
Euro Corporate IG	ER00 Index	4.5	3.0%	3.2%	3.3%	4.7%	2.9%	4.7%
US Corporate IG	COA0 Index	6.8	4.7%	4.6%	4.7%	6.4%	4.1%	6.6%
Barclays Euro Aggregate	LBEATREU Index	6.3	2.8%	2.9%	3.0%	4.6%	2.8%	4.6%
Barclays US Aggregate	LBUSTRUU Index	6.3	4.3%	4.1%	4.1%	4.8%	3.2%	4.4%
Barclays Global Aggregate	LEGATRUH Index	6.7	3.5%	3.4%	3.5%	4.1%	3.4%	3.7%
<b>Credit High Yield</b>								
Euro Corporate HY	HE00 Index	2.8	3.6%	4.4%	5.0%	12.2%	6.2%	12.7%
US Corporate HY	HOA0 Index	3.3	4.4%	4.9%	5.3%	10.4%	6.5%	10.5%
<b>Emerging Market Debt</b>								
EM Hard Currency Debt*	JPEIDIVR Index	6.7	5.3%	5.5%	5.8%	8.9%	5.7%	9.4%
EM-Global Diversified**	JGENVUUG Index	5.0	5.7%	5.7%	6.3%	11.2%	4.7%	11.8%
GBI-EM China LOC	JGENCNTL Index	5.2	2.5%	3.4%	3.4%	3.6%	na	na
<b>Convertible Bond</b>								
Europe Index (Eur Hedged)	UCBIFX20 Index		3.9%	4.3%	5.3%	15.3%	3.7%	10.1%
<b>Equities</b>								
US Equity	NDDLUS Index		6.5%	5.6%	6.7%	16.6%	9.1%	16.1%
Europe Equity	NDDLE15 Index		6.9%	6.4%	7.7%	17.9%	6.4%	15.0%
Euro zone Equity	NDDLEMU Index		6.5%	5.9%	7.6%	19.6%	5.8%	17.8%
UK Equity	NDDLUK Index		7.4%	7.2%	8.0%	14.8%	6.6%	13.4%
Japan Equity	NDDLJN Index		7.1%	5.5%	7.7%	22.6%	6.0%	19.4%
Pacific ex Japan Equity	NDDLJPXJ Index		7.6%	6.5%	7.6%	16.9%	7.6%	15.1%
Emerging Markets Equity	NDLEEGF Index		10.0%	7.0%	8.3%	18.3%	8.1%	16.9%
China Equity	NDELCHF Index		9.6%	6.8%	10.0%	27.2%	6.5%	25.1%
India Equity	NDELSIA Index		8.7%	7.4%	10.4%	25.8%	13.8%	23.3%
EM ex China***	M1CXBRV Index		10.2%	7.1%	8.2%	17.3%	7.3%	21.1%
World Equity	NDDLWI Index		6.7%	5.8%	6.9%	16.8%	8.0%	15.2%
AC World Equity	NDLEACWF Index		7.1%	5.9%	7.1%	16.8%	7.9%	15.1%

\* Valuta forte USD, la data di inizio dei China Bond è l'inizio del 2019. \*\* USD Unhedged, inclusa l'aspettativa di valuta USD verso le valute EM. \*\*\* LC per i rendimenti attesi e la volatilità simulata, USD unhedged per le statistiche storiche. Modello CASM di Amundi. Dati al 29 dicembre 2023. Per ulteriori informazioni si veda la sezione "Fonti e ipotesi". I rendimenti previsti non sono necessariamente indicativi della performance futura, che potrebbe differire sostanzialmente.



AUTORI

CHIEF EDITOR



**MONICA DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE



**VINCENT MORTIER**  
GROUP CIO



**MATTEO GERMANO**  
DEPUTY GROUP CIO

EDITOR



**CLAUDIA BERTINO**  
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII\*



**LAURA FIOROT**  
HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION, AII\*



**GIULIO LOMBARDO**  
PUBLISHING SPECIALIST, AII\*

AUTORI



**ALESSIA BERARDI**  
HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY, AII\*



**VIVIANA GISIMUNDO**  
HEAD OF QUANTITATIVE SOLUTIONS, MULTI ASSET SOLUTIONS, AMUNDI



**LORENZO PORTELLI**  
HEAD OF CROSS ASSET STRATEGY, AII\*



**MAHMOOD PRADHAN**  
HEAD OF GLOBAL MACROECONOMICS, AII\*



**ANNALISA USARDI**  
CFA, SENIOR MACRO STRATEGIST, AII\*



**THIERRY RONCALLI**  
HEAD OF QUANT PORTFOLIO STRATEGY, AII\*



**THOMAS WALSH**  
SENIOR QUANTITATIVE ANALYST, MULTI ASSET SOLUTIONS, AMUNDI



**NICOLA ZANETTI**  
QUANTITATIVE ANALYST, MULTI ASSET SOLUTIONS, AMUNDI

CONTRIBUTOR

**SERGIO BERTONCINI**  
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST, AII\*

**PIERRE BROUSSE**  
EQUITY STRATEGIST, AII\*

**FEDERICO CESARINI**  
HEAD OF FX STRATEGY, AII\*

**JOHN COADOU**  
EQUITY STRATEGIST, AII\*

**DEBORA DELBÒ**  
SENIOR EM MACRO STRATEGIST, AII\*

**CLAIRE HUANG**  
SENIOR EM MACRO STRATEGIST, AII\*

**ERIC MIJOT**  
HEAD OF GLOBAL EQUITY STRATEGY, AII\*

**AYUSH TAMBİ**  
SENIOR EQUITY STRATEGY, AII\*

DESIGN AND DATA VISUALIZATION

**CHIARA BENETTI**  
DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII \*

**VINCENT FLASSEUR**  
GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII\*

Always get the latest data

View the digital version of this document

[CLICK HERE](#)





## FONTI E IPOTESI

**Fonti del CMA:** CMA: Modello CASM di Amundi Asset Management, Amundi Asset Management Quant Solutions e Amundi Investment Institute Teams, Bloomberg. Dati macroeconomici: gli stessi dell'ultimo numero. Data di inizio: 29 dicembre 2023. Rendimenti azionari basati sugli indici MSCI. Le durate di riferimento sono dati medi. Se non diversamente specificato, i rendimenti attesi sono i rendimenti totali medi annualizzati geometrici nell'ottica temporale specificata. Debito dei ME in valuta forte, Global Infrastructure e Hedge Fund sono in USD, tutti gli altri indici sono in valuta locale. I rendimenti delle attività di credito sono comprensivi delle perdite dovute a default. Gli immobili si riferiscono a tutte le proprietà immobiliari esenti da debiti. I rendimenti attesi non prendono in considerazione l'alfa potenziale generato dalla gestione di portafoglio che può essere significativo soprattutto per gli attivi reali e alternativi. Questi rendimenti sono al lordo delle commissioni, ad eccezione dei rendimenti di Private equity e Infrastructure che sono al netto delle commissioni.

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 temporale di dieci anni. I rendimenti attesi sono calcolati sui presupposti dello scenario centrale che comprende la transizione climatica. Previsioni e valori equi fino a un'ottica di 3 anni forniti dal team di ricerca (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, MSCI, Edhec Infra, Cambridge Associates, Global Financial Data.

**Fonti dei rendimenti attesi a livello settoriale:** i rendimenti attesi degli indici settoriali prendono in considerazione: 1. La crescita degli utili sul lungo termine 2. la variazione attesa della valutazione e 3. la componente del reddito. La crescita degli utili sul lungo termine: per gli indici settoriali abbiamo preso in considerazione due periodi distinti. Il primo periodo (2023-2025) si basa sulle stime di consenso IBES che ci consentono di includere le considerazioni bottom-up. Il secondo periodo (2025-2033) è derivato dal trend di lungo periodo della crescita degli utili per una regione nel nostro scenario centrale con l'aggiunta della componente di buyback. È anche influenzato da un coefficiente che dipende dalla crescita o dalle caratteristiche di valore del settore. Infine il risultato viene aggregato in modo che corrisponda al trend degli utili di lungo periodo per azione di ogni regione. La variazione attesa delle valutazioni: per valutare questa componente di repricing, esaminiamo innanzitutto il PE ex growth di una data regione e lo adeguiamo partendo dal repricing della regione, facendo attenzione al fatto che sia coerente con il risultato della sezione azionaria regionale che include per definizione il rischio climatico a livello regionale. Poi, dal PE target regionale aggiustato deriviamo un PE target per ogni settore, a seconda della crescita degli utili sul lungo periodo (come definito in precedenza). Infine, confrontiamo questo PE target settoriale con il PE storico medio per ottenere la variazione delle valutazioni settoriali che aggiustiamo in base agli ESG e ai flussi sul cambiamento climatico, nonché ai premi per il rischio per le basse emissioni di carbonio e le emissioni nette zero, come spiegato a pagina 31 di questo articolo. Per i redditi, utilizziamo il rendimento da dividendi medio utilizzato dal consenso per il triennio 2021-2023 di ogni settore, anche qui adeguato in modo che sia coerente con il risultato regionale.

**Modelli di valutazioni eque Valute G10** La letteratura è ricca di fondamenti teorici alla base della valutazione equa delle valute. La nostra serie di modelli fa leva 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 ampliamo il nostro framework così da prendere in considerazione due varianti aggiuntive: 1) l'PPP basato sul differenziale IPP (per tenere conto del differenziale dei costi di produzione) e 2) l'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, inducono un contributo negativo al tasso di cambio (per esempio un'inflazione più alta comporta un deprezzamento sul lungo periodo), mentre una produttività più elevata (ossia un differenziale IPC-IPP più alto) si traduce empiricamente in modelli di tasso di cambio effettivi più forti. 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 da 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.



## FONTI E IPOTESI

### Il modello CASM

**A nostro avviso, i mercati dei capitali non sempre sono efficienti e deviano dai valori equi di lungo periodo.** Seguiamo un approccio disciplinato all'asset allocation che combina input quantitativi e valutazioni qualitative per individuare asset allocation di livello superiore. Il nostro approccio multivariato alla modellazione di attività e passività si concentra sulle relazioni complesse tra i fattori di rischio in ottiche di investimento multiple. La simulazione dei prezzi degli asset che sono coerenti con i nostri modelli di fattori di rischio ci permette di cogliere le complesse dinamiche del mercato. I fattori di rischio macro e finanziari spiegano i rendimenti degli asset e le correlazioni tra gli asset.

**Il Cascade Asset Simulation Model (CASM) è una piattaforma sviluppata da Amundi in collaborazione con l'Università di Cambridge\*.** Il CASM combina le nostre prospettive finanziarie ed economiche a breve termine. Include le dinamiche a medio termine nei trend dinamici a lungo termine per simulare i rendimenti previsionali di diverse asset class in ottiche temporali multiple. Il CASM genera gli scenari di prezzo degli asset e i fattori economici e finanziari sottostanti che determinano i rendimenti attesi di Amundi. Si tratta di uno strumento prezioso per l'analisi strategica dell'asset allocation e della gestione delle attività e delle passività. La flessibilità del CASM ci permette di fornire ai nostri clienti soluzioni altamente personalizzate.

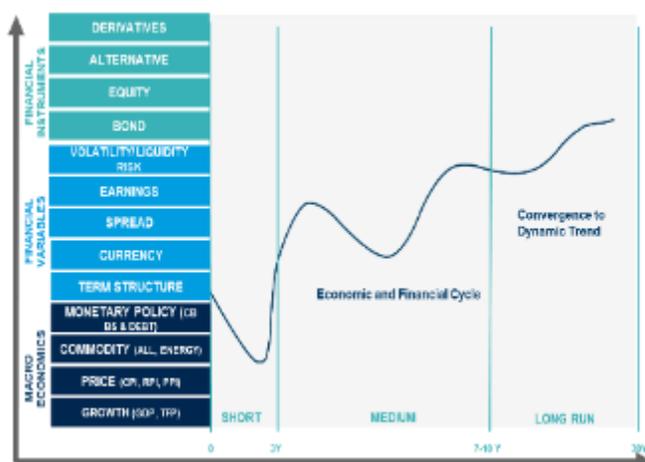
Stimiamo i parametri del modello con cadenza trimestrale per inglobare i nuovi dati di mercato e il nostro outlook sul breve termine. Il processo di calibrazione dei modelli che riflettono la nostra visione delle tendenze dei mercati economici e finanziari è un processo reso possibile dalla stretta collaborazione tra molti team di Amundi che porta a un consenso sulle

prospettive a breve-medio termine delle variabili macro finanziarie (Stati Uniti, zona Euro (core, semi-core e periferia), Regno Unito, Giappone, Cina, India, area dei mercati emergenti). I modelli sono calibrati per essere coerenti con queste prospettive e le stime di lungo periodo. In ogni fase del processo, i risultati vengono analizzati rispetto a fatti stilizzati e controllati per verificarne la coerenza. Il processo di stima per ogni regione parte dalla calibrazione delle variabili macro e finanziarie fino a giungere alla simulazione dei prezzi degli asset, dove i prezzi degli asset sono guidati dalle sottostanti variabili macro e finanziarie.

I rendimenti dei prezzi vengono generati utilizzando una **simulazione Monte Carlo**. La generazione stocastica dei fattori di rischio e degli scenari di prezzo ci permette di analizzare **un'ampia gamma di possibili risultati e di controllare l'incertezza che li circonda**. Possiamo cambiare le ipotesi di partenza e vedere l'effetto sui possibili prezzi futuri degli asset. La piattaforma ci permette di simulare scenari coerenti su qualsiasi strumento di un portafoglio multi-asset, una caratteristica particolarmente rilevante per gli investitori istituzionali con ottiche d'investimento lunghe.

La piattaforma CASM copre le variabili macro e finanziarie per le principali regioni, in particolare Stati Uniti, Regno Unito, zona Euro, Giappone, Cina, India e Mercati Emergenti come aggregato. I modelli sono costruiti per cogliere i principali driver delle variabili economiche che influenzano i prezzi degli asset. La definizione degli elementi costitutivi della struttura a cascata **è stata migliorata per includere le azioni di politica climatica e le loro implicazioni**.

**Cascade Asset Simulation Model (CASM)** è una piattaforma sviluppata da Amundi utilizzata per simulare i rendimenti previsionali e ricavare i rendimenti attesi (si veda una descrizione più dettagliata alla fine). Distinguiamo tra modelli macroeconomici, finanziari e di pricing, come descritto nel grafico seguente:



L'architettura del CASM può essere descritta utilizzando due dimensioni. La **prima dimensione** è una "cascata" di modelli. I modelli dei prezzi delle attività e delle passività sono composti da modelli di fattori di rischio di mercato. I modelli dei fattori di rischio del mercato sono costituiti da modelli macroeconomici. Inizialmente proposto da Wilkie (1984) e ulteriormente sviluppato da Dempster et al. (2009), questa struttura a cascata è alla base della capacità della piattaforma di modellare relazioni lineari e non lineari tra fattori di rischio, prezzi degli asset e strumenti finanziari. La **seconda dimensione** è una rappresentazione della futura evoluzione del suddetto effetto 'a cascata'.

La formulazione unica ci permette di simulare scenari dei prezzi degli asset coerenti con i modelli dei fattori di rischio sottostanti. Nel breve termine, il CASM combina i modelli econometrici e le prospettive quantitative a breve termine di professionisti in-house. A lungo termine, ipotizziamo che le variabili di mercato siano soggette a un processo di mean reverting, definito formalmente attraverso l'analisi delle rotture strutturali e i modelli di equilibrio generale. Il breve termine si evolve in uno stato di lungo termine attraverso una dinamica di medio termine dettata dalle variabili del ciclo economico.

**Fonte: Amundi Asset Management: modello CASM**

\*A.D. Wilkie. (1984), A stochastic investment model for actuarial use [with discussion]. *Transaction of the Faculty of Actuaries*, 341-403  
Dempster, M., Germano, M., Medova, F., Murphy, J., Ryan, D., & Sandrini, F. (2009), Risk Profiling Defined Benefit Pension Schemes. *Journal of Portfolio Management*, Summer (2009)



# 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 al fine di definire la loro asset allocation e contribuire a costruire i loro portafogli.

Questo contesto comprende le dimensioni economiche, finanziarie, geopolitiche, sociali e ambientali. Per rispondere a questa esigenza, Amundi ha creato Amundi Investment Institute. Questa piattaforma di ricerca indipendente riunisce le attività di ricerca, strategia di mercato, temi d'investimento e consulenza sull'asset allocation di Amundi. Il suo obiettivo è realizzare pubblicazioni di ricerca ed esprimere **Thought Leadership** che anticipino e innovino a beneficio dei team di investimento e dei clienti.



## Ultimi aggiornamenti disponibili:

- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research

[Visit our Research Center](#)

Visit us on



SCAN ME

## 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 del primo utilizzo: 8 aprile 2024.

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: 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus: Media Production, Stephan Zirwes, Walaiporn Sangkeaw, Klaus Vedfelt, Abstract Aerial Art

### Chief editors

DEFEND Monica, *Head of Amundi Investment Institute*  
GERMANO Matteo, *Deputy Group Chief Investment Officer*  
MORTIER Vincent, *Group Chief Investment Officer*

### Editors

BERTINO Claudia, *Head of Amundi Investment Insights & Publishing, Amundi Investment Institute*  
FIOROT Laura, *Head of Investment Insights & Client Division, Amundi Investment Institute*  
LOMBARDO Giulio, *Publishing Specialist, Amundi Investment Institute*

### Contributors

BERTONCINI Sergio, *Senior Fixed Income Strategist, Amundi Investment Institute*  
BROUSSE Pierre, *Equity Strategist, Amundi Investment Institute*  
CESARINI Federico, *Head of FX Strategy, Amundi Investment Institute*  
COADOU John, *Global equity strategist, Amundi Investment Institute*

### Authors

BERARDI Alessia, *Head of Emerging Macro Strategy, Amundi Investment Institute*  
GISIMUNDO Viviana, *Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, Amundi*  
PORTELLI Lorenzo, *Head of Cross Asset Strategy, Amundi Investment Institute*  
PRADHAN Mahmood, *Head of Global Macroeconomics, Amundi Investment Institute*  
RONCALLI Thierry, *Head of Quant Portfolio Strategy, Amundi Investment Institute*  
USARDI Annalisa, CFA, *Senior Economist, Amundi Investment Institute*  
WALSH Thomas, *Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions, Amundi*  
ZANETTI Nicola, *Quantitative Analyst, OCIO Solutions, Amundi*  
  
DELBO Debora, *Senior EM Macro Strategist, Amundi Investment Institute*  
HUANG Claire, *Senior EM Macro Strategist, Amundi Investment Institute*  
MIJOT Eric, *Head of Global Equity Strategy, Amundi Investment Institute*  
TAMBI Ayush, *Senior Equity Strategy, Amundi Investment Institute*

### Design and Data Visualization

BENETTI Chiara, *Digital Art Director and Strategy Designer, Amundi Investment Institute*  
FLASSEUR Vincent, *Data visualization manager, Amundi Investment Institute*