

Global
Investment ViewsTagli dei tassi di interesse: una
traiettoria complicata per le
banche centrali

**Vincent
MORTIER**

Group Chief
Investment Officer



**Matteo
GERMANO**

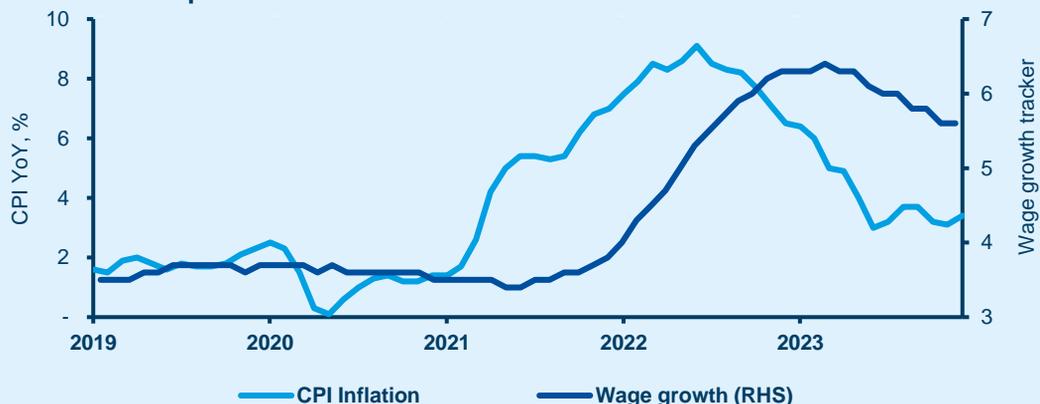
Deputy Group Chief
Investment Officer

I mercati stanno rivalutando le politiche monetarie delle banche centrali in un contesto caratterizzato dal rallentamento dell'inflazione e dalla potenziale decelerazione dell'economia, ma anche da dati storici resilienti. Le tensioni nel Mar Rosso potrebbero tuttavia avere un impatto sulla velocità a cui sta scendendo l'inflazione, soprattutto in Europa. Il lavoro delle banche centrali si sta quindi complicando perché il loro obiettivo è quello di mantenere una politica restrittiva per la giusta durata.

In termini di crescita, prevediamo un rallentamento persistente dell'economia negli Stati Uniti che si concentrerà verso la metà dell'anno. In Europa, abbiamo rivisto al ribasso le stime sulla crescita per il 2024, mentre in Cina prevediamo un'inflazione inferiore alle stime di consenso. Queste variazioni non modificano le nostre view sull'attività economica:

- **Indebolimento del mercato del lavoro statunitense.** La crescita dei salari sta rallentando e gli aumenti sono avvenuti perlopiù nei settori non ciclici (come quelli statali), con un potenziale impatto sui consumi che per il momento rimangono però robusti.
- **Non è prevista una recessione nella zona Euro, ma i rischi sono elevati.** I vincoli di spesa per i governi (Germania, Francia) peseranno probabilmente sull'economia, ma i consumi personali e la crescita dei salari sono positivi per la regione, e quest'ultimo fattore è importante anche per il processo decisionale della BCE.
- **Rallentamento della crescita economica e rischi di disinflazione in Cina.** Un bazooka fiscale appare improbabile visto che il governo sta cercando di ridurre l'indebitamento, tuttavia le iniziative frammentarie per migliorare il sentiment non avranno effetti duraturi a causa dei gravi problemi del settore immobiliare e delle pressioni sui consumi.
- **La geopolitica e la politica stanno assumendo un ruolo rilevante.** Quest'anno metà della popolazione mondiale andrà alle urne. I rapporti tra Stati Uniti e Cina, UE e mercati emergenti saranno condizionati dalla scelta dei nuovi leader e dalla retorica interna.

Il compito della Fed non è semplice, ma il rallentamento della crescita dei salari indica che probabilmente l'inflazione continuerà a scendere



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg, al 25 gennaio 2024. US Atlanta Wage Growth Tracker a destra, in alto.



“Il contesto economico appare più solido del previsto, ma le valutazioni in alcune aree sono eccessive. In questa fase del ciclo è indispensabile un approccio fondamentale con un focus globale.”

Seguiamo con particolare interesse queste aree:

- **Cross Asset.** Negli Stati Uniti stiamo notando un rallentamento, ma non un crollo, degli utili che probabilmente rimarranno deboli, e questo è il motivo per cui rimaniamo vigili. Abbiamo un posizionamento generalmente difensivo sulle azioni dei paesi sviluppati, mentre stiamo diventando leggermente positivi sul Giappone. Rimaniamo costruttivi anche sui paesi emergenti, soprattutto su quelli asiatici. Siamo anche moderatamente ottimisti sulla duration statunitense ed europea perché l'inflazione sta scendendo, ma ravvisiamo la necessità di essere attivi, soprattutto in Europa. Riteniamo interessanti anche le obbligazioni societarie Investment Grade in euro. Per quanto riguarda le valute, siamo meno prudenti su USD-JPY perché le valutazioni del dollaro scontano già tagli eccessivi dei tassi di interesse. Tuttavia lo yen rimane una buona copertura nei confronti dei rischi per la crescita mondiale, mentre il petrolio rimane una buona copertura nei confronti dei rischi geopolitici.
- **Riguardo alle obbligazioni, siamo leggermente positivi sulla duration statunitense e moderatamente prudenti sull'Europa e sul Giappone. Rimaniamo comunque flessibili viste le mutate valutazioni dei mercati sui tagli dei tassi da parte delle banche centrali.** Nel credito, siamo leggermente più costruttivi sulla qualità delle obbligazioni Investment Grade in euro (rating BBB, settore bancario) e siamo dell'idea che gli investitori potrebbero prendere in considerazione le opportunità sul mercato primario. Preferiamo inoltre le obbligazioni Investment Grade USA a quelle High Yield visti i rischi di default e le valutazioni elevate. Anche i mercati cartolarizzati statunitensi come quelli degli MBS emessi da agenzie offrono valore sul lungo termine ma, nel complesso, stiamo attenti ai rischi di liquidità e alla volatilità dei tassi.
- **Anche se i mercati statunitensi in generale e il segmento Growth in particolare appaiono sopravvalutati, ci sono segmenti come quello dei titoli Value che offrono prospettive interessanti di crescita per imprese e utili.** Anche il Giappone sta mostrando segnali di costante ripresa e la possibilità di uscire dal regime di deflazione, con ricadute positive. Sull'Europa, dove le valutazioni sono migliori rispetto a quelle degli Stati Uniti, manteniamo un atteggiamento bilanciato e privilegiamo le società cicliche di qualità e i titoli difensivi.
- **Il contesto dei mercati emergenti (obbligazioni e azioni) è solido, soprattutto in Asia, dove vive oltre la metà della popolazione mondiale.** Tuttavia stiamo monitorando l'inflazione e seguiamo con attenzione la situazione eterogenea dei mercati emergenti: ogni paese latino-americano (Brasile, Messico e Colombia) e asiatico (India e Indonesia) è un caso a sé. Per quanto riguarda le obbligazioni, preferiamo i bond in valuta forte e in valuta locale, e le obbligazioni High Yield a quelle Investment Grade. Monitoriamo con attenzione anche i rischi geopolitici tra Stati Uniti e Cina e in Medio Oriente, e ciò ci rende prudenti sui paesi GCC.



Sentiment complessivo sul rischio



In considerazione della minor debolezza del contesto economico e sottolineiamo l'importanza di esplorare le aree di qualità dei mercati. Visto il contesto di incertezza, rimaniamo positivi anche sui titoli di Stato.

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 potrà essere modificato così da riflettere eventuali variazioni del contesto economico e di mercato

Variazioni rispetto al mese precedente

- **Azioni:** leggermente positivi sul Giappone, più costruttivi sui paesi emergenti, Cina esclusa.
- **Obbligazioni:** leggermente più positivi sulle obbligazioni societarie Investment Grade in euro viste le loro valutazioni interessanti e i fondamentali.
- **Valute:** meno prudenti sul dollaro a breve termine, vicini a una posizione neutrale

Tre domande scottanti

1. Quali sono le prospettive sull'inflazione e sulla crescita in Cina dopo i recenti dati di debolezza dell'inflazione?

Non prevediamo una deflazione vera e propria in Cina, ma abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime sull'inflazione per il 2024 e il 2025 portandole rispettivamente allo 0,2% e allo 0,4%. I consumi in Cina sono sotto stress. Le famiglie risentiranno delle pressioni sui salari e della diminuzione della ricchezza perché gran parte di essa è investita in immobili, dove i prezzi sono in calo. Tra le note positive, osserviamo invece una transizione più veloce verso una crescita più bassa ma più sostenibile nel lungo termine. Tuttavia, se Pechino, contrariamente al nostro scenario di base, dovesse approvare un altro ampio pacchetto di stimoli sotto forma di spesa o di sovvenzioni per la previdenza sociale e le infrastrutture, dovremmo probabilmente rivedere le nostre previsioni di una crescita debole.

Conseguenze sugli investimenti:

- Neutrali sui titoli di Stato cinesi e sul credito.

2. Qual è ora l'orientamento in termini di asset allocation?

In una prospettiva cross asset rimaniamo nel complesso prudenti, ma abbiamo ora un atteggiamento meno difensivo sulle azioni globali perché la recessione negli Stati Uniti potrebbe essere meno forte del previsto. Tendiamo a escludere una recessione degli utili quest'anno, ma la loro crescita sarà ancora poco dinamica. Le valutazioni rimangono però elevate: è difficile immaginare un forte e rapido rialzo dei listini azionari.

Conseguenze sugli investimenti:

- Azioni: leggermente prudenti sulle azioni globali, positivi sui titoli di qualità e su quelli con dividendi elevati negli Stati Uniti e in Europa, costruttivi sul Giappone.
- Credito: positivi sulle obbligazioni Investment Grade, negativi su quelle High Yield.

3. Come muterà quest'anno il contesto economico in Europa?

Abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni per la zona Euro nel 2024 (0,3%) e nel 2025 (1,0%), ma non prevediamo una recessione nella regione perché i mercati del lavoro sono saturi e il reddito reale delle famiglie dovrebbe migliorare leggermente. Si prevede però che la debole produzione industriale, il ritiro delle misure di supporto fiscale a livello nazionale e la rapida trasmissione della politica monetaria restrittiva nella regione finiranno col pesare sulla domanda.

Conseguenze sugli investimenti:

- Leggermente prudenti sulla duration dei titoli di Stato europei core, neutrali sul debito periferico.
- EUR/USD: attorno a 1,09 entro il secondo trimestre 2024, ma nel primo trimestre potremmo assistere alla forza marginale dell'euro.

“I consumatori statunitensi continuano a spendere anche a costo di indebitarsi pesantemente e supportano così il rally degli attivi rischiosi. Le valutazioni elevate e l'incertezza economica ci inducono a essere prudenti”.



Monica DEFEND
Head of Amundi
Investment Institute

Cercare opportunità in Asia

Il contesto economico è abbastanza favorevole: visto il rallentamento meno pronunciato dell'economia statunitense non dovrebbe esserci un massiccio crollo degli utili e quindi escludiamo una recessione degli utili nel 2024. Tuttavia, crediamo che le aspettative dei mercati siano troppo ottimistiche sia per gli Stati Uniti, sia per l'Europa. Rimaniamo quindi vigili sulle azioni dei paesi sviluppati, mentre valutiamo alcuni paesi, soprattutto asiatici, dove il contesto è migliore. Manteniamo invece la nostra view positiva sui titoli di Stato e siamo dell'idea che gli investitori dovrebbero avere un'esposizione ben diversificata, attraverso le commodity.

Idee ad alta convinzione. Rimaniamo prudenti sulle azioni statunitensi ed europee, mentre ora siamo leggermente positivi sul Giappone, protagonista di una ripresa nel settore dei servizi: le riforme societarie e le trattative salariali in corso dovrebbero aiutare inoltre l'economia a uscire dalla spirale deflazionistica. Riguardo ai paesi emergenti, dopo il rally del Messico, abbiamo spostato il focus sull'Asia, in particolare Indonesia e Corea del Sud (ciclo dei semiconduttori) per via di alcuni fattori idiosincratici, e rimaniamo positivi sull'India.

Come avevamo previsto, il calo dell'inflazione prosegue sia negli USA, sia in Europa. Rimaniamo quindi positivi sulla duration statunitense ed europea, ma sappiamo di dover rimanere agili in entrambe le regioni perché le elezioni negli Stati Uniti potrebbero avere un impatto sulla prudenza fiscale. Manteniamo la nostra view sull'irripidimento della curva negli Stati Uniti e in Canada e siamo ancora costruttivi sui titoli di Stato italiani, i BTP. Per contro, continuiamo ad avere un'opinione negativa sui titoli di Stato giapponesi, i JGB, che potrebbero risentire dell'outlook economico moderatamente positivo sul Giappone. Ciò funge anche da elemento di diversificazione per la nostra posizione complessiva sulla duration.

Le obbligazioni dei mercati emergenti continuano a dimostrare un forte potenziale viste le indicazioni di una svolta da parte delle banche centrali dei paesi sviluppati che potrebbe portare a un calo dei tassi negli Stati Uniti. Anche la crescita robusta dei mercati emergenti è positiva, ma prestiamo grande attenzione ai rischi geopolitici e alle sanzioni.

Nel credito, le obbligazioni societarie europee di grado elevato rappresentano un'opportunità grazie all'ottima qualità e alle interessanti valutazioni relative che dovrebbero beneficiare dell'allentamento della politica monetaria. Tuttavia non ci piacciono le obbligazioni High Yield statunitensi perché le valutazioni sono elevate.

Per quanto riguarda le valute, la politica della Fed ha un ruolo determinante nei movimenti del dollaro e crediamo che il biglietto verde incontrerà delle difficoltà non appena la banca centrale americana inizierà a tagliare i tassi, mentre potrebbe rafforzarsi nel breve termine perché i mercati hanno già scontato con troppa rapidità dei tagli eccessivi dei tassi di interesse. Abbiamo pertanto ridotto la nostra posizione positiva sullo yen rispetto al dollaro statunitense. Lo yen rimane una buona copertura in un contesto dominato dai rischi per la crescita globale. Nei paesi emergenti non ci aspettiamo un forte apprezzamento delle valute, ma manteniamo una preferenza relativa per l'America Latina.

Rischi e coperture. Alla luce delle tensioni geopolitiche nel Medioriente e delle numerose notizie recenti sugli eventi nel Mar Rosso, risulta necessario dotare il portafoglio di coperture come il petrolio per tutelarsi dai rischi geopolitici. Nel rally recente le quotazioni del greggio non sono salite tanto quanto quelle delle altre materie prime cicliche, lasciando margini per ulteriori rialzi.



Francesco SANDRINI
Head of Multi-Asset Strategies



John O'TOOLE
Head of Multi-Asset Investment Solutions

“Sull’allocazione al rischio abbiamo una posizione quasi neutrale, ma crediamo sia giunto il momento di esplorare regioni/aree che divergono dalla narrativa sulla debolezza dell’economia mondiale.”

Convinzioni Cross-Asset di Amundi

◆ Posizion. attuale ◀▶ Variaz. rispetto al mese precedente

		---	--	-	=	+	++	+++
Azioni	DM				◆			
	EM					◆		
Credito					◆			
Duration	DM						◆	
	EM						◆	
Petrolio							◆	
Oro					◆			

Fonte: Amundi. La tabella rappresenta una valutazione cross-asset in un'ottica di 3-6 mesi basata sulle opinioni espresse durante la riunione più recente sugli investimenti mondiali. L'outlook, le variazioni dell'outlook e le opinioni sulla valutazione delle classi di attivi riflettono la direzione attesa (+/-) e la forza della convinzione (+/++/+++). Questa valutazione è soggetta a modifiche e comprende gli effetti delle componenti di copertura.

View di Amundi sulle classi di attivi

	Classe di attività	View	Variazione	
PIATTAFORMA AZIONARIA	Stati Uniti	-/=		Visto che i mercati stanno ignorando le valutazioni eccessive e le aspettative sugli utili sono troppo ottimistiche per noi, riteniamo non ci siano molti validi motivi a sostegno della tesi di un apprezzamento del dollaro. Manteniamo una posizione bilanciata.
	Titoli Value USA	+		Qualora si verifichi a breve termine un atterraggio morbido dell'economia, i titoli Value, che per noi rappresentano un fenomeno di lungo periodo, dovrebbero registrare un rialzo, ma puntiamo anche su elementi qualitativi come la proprietà intellettuale e i margini stabili.
	Titoli Growth USA	--		Alcuni segmenti di mercato, tra cui le large cap e il settore tecnologico, presentano valutazioni eccessive e reagirebbero in modo più negativo all'eventuale crisi di liquidità sui mercati.
	Europa	-/=		Le buone notizie sul fronte dei tassi di interesse sono già scontate, ma le valutazioni sono relativamente migliori. Manteniamo un approccio 'Barbell' e la nostra view costruttiva sui titoli resilienti di settori quali consumi, banche, industria, imprese.
	Giappone	=/+	▲	Nel Paese è in atto una ripresa interna del settore dei servizi e una dinamica favorevole alle riforme societarie e alle trattative salariali, tutti fattori che dovrebbero contribuire a ridimensionare la deflazione.
	Cina	=		I dati più recenti sull'inflazione ci spingono a prestare grande attenzione ai rischi di deflazione e ai consumi. Siamo tuttavia convinti che la Cina si stia orientando verso un modello di crescita più bassa ma sostenibile.
	Mercati emergenti, Cina esclusa	+	▲	La crescita dei mercati emergenti, Cina esclusa, rimarrà robusta e sarà legata ad alcuni fattori idiosincratici, soprattutto nelle economie asiatiche (forti consumi in India e in Indonesia) e latino-americane.
PIATTAFORMA OBBLIGAZIONARIA	Treasury USA	=/+		Visto il contesto di rallentamento dell'economia abbiamo un atteggiamento leggermente positivo sui Treasury grazie agli interessanti rendimenti privi di rischio, ma visto il focus dei mercati sulle banche centrali manteniamo comunque una posizione attiva e tattica.
	Obblig. societarie IG in USD	=/+		I rendimenti più elevati hanno ancora ricadute limitate sulle società di questo segmento per via delle loro ridotte esigenze di rifinanziamento. Rimaniamo selettivi e preferiamo i titoli finanziari ai non finanziari.
	Obbligazioni societarie HY in USD	-		I default sono più frequenti tra i titoli con un basso rating creditizio come CCC. Manteniamo quindi un atteggiamento prudente. Le divergenze in termini di qualità stanno diventando sempre più evidenti.
	Titoli di Stato europei	-/=		La politica monetaria restrittiva della BCE sta favorendo il calo dell'inflazione, ma la Banca centrale è attenta al ritmo al quale scende, alle trattative sui salari e ai rischi per le catene di fornitura legati alla situazione in Medio Oriente.
	Obbligazioni societarie IG in euro	+	▲	Manteniamo un orientamento positivo grazie ai fondamentali robusti, alle valutazioni relative interessanti e al forte mercato primario (rendimenti interessanti). Rimaniamo focalizzati sulle obbligazioni del settore bancario, su quelle con rating BBB e con scadenze a medio termine.
	Obbligazioni societarie HY in euro	-/=		Le valutazioni elevate pesano sull'outlook, anche se per ora i tassi più alti stanno avendo un impatto limitato sulle società. Siamo prudenti sui titoli del settore dei consumi e del settore tecnologico, mentre siamo selettivi sui bancari.
	Titoli di Stato cinesi	=		L'andamento delle obbligazioni cinesi è contrastato in un contesto di previsioni di bassa inflazione e di vantaggi in termini di diversificazione per gli investitori. Monitoriamo con attenzione gli sforzi del governo cinese per ridurre l'indebitamento.
	ME in valuta forte	=/+		Il debito in valuta forte dovrebbe beneficiare del calo dei tassi di interesse USA, ma ravvisiamo maggior valore nelle obbligazioni societarie High Yield rispetto a quelle Investment Grade viste le valutazioni interessanti. Ci piacciono le società/i Paesi con una situazione finanziaria solida.
	ME in valuta locale	=/+		Rimaniamo positivi sui paesi dell'America Latina e costruttivi in modo selettivo su quelli asiatici e della regione EMEA in un quadro caratterizzato da un trend deflazionistico e dalle aspettative di tagli imminenti dei tassi di interesse da parte della Fed.
ALTRO	Materie prime			La domanda di petrolio dovrebbe essere resiliente, con un moderato deficit delle forniture nel primo semestre che potrebbe portare a un rialzo delle quotazioni del Brent a circa 85\$ al barile. Queste previsioni sono tuttavia soggette al rischio che Joe Biden decida di aumentare le forniture visto che siamo in un anno elettorale.
	Valute			Ravvisiamo una certa forza tattica nel dollaro perché i mercati scontano tagli troppo aggressivi dei tassi di interesse da parte della Fed. Non appena ci sarà però maggiore chiarezza sul quadro della crescita mondiale ed inizierà l'allentamento della politica monetaria da parte della banca centrale statunitense, il biglietto verde potrebbe iniziare a indebolirsi.



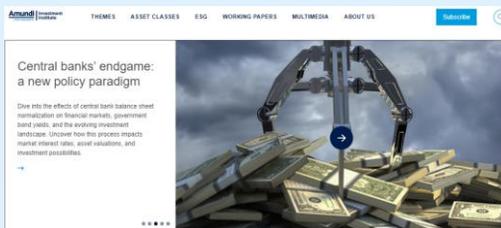
Fonte: Amundi. Dati gennaio 2024 a un investitore con base in euro. Questo materiale rappresenta una valutazione del contesto di mercato in un momento specifico e non intende essere una previsione di eventi futuri né una garanzia di risultati futuri. Queste informazioni non dovrebbero essere utilizzate dal lettore come ricerca, consulenza in materia di investimenti o una raccomandazione riguardante qualsiasi fondo o qualsiasi garanzia in particolare. Le presenti informazioni hanno esclusivamente finalità illustrativa e divulgativa e sono soggette a modifiche. Queste informazioni non rappresentano l'attuale, passata o futura asset allocation o portafoglio di qualsiasi prodotto Amundi.

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. Al centro del processo di investimento globale, l'obiettivo di Amundi Investment Institute è quello di fornire leadership di pensiero, rafforzare la consulenza, la formazione e il dialogo costante su questi argomenti in tutte le asset class per tutti i suoi clienti - distributori, istituzioni e imprese. Amundi Investment Institute riunisce le attività di ricerca, strategia di mercato, analisi degli investimenti e consulenza sull'asset allocation di Amundi. Il suo obiettivo è quello di proiettare le opinioni e le raccomandazioni in termini di investimento di Amundi.

Visit us on:



Discover more of Amundi's insights at
www.amundi.com



**Amundi Investment
Institute contributors**

BERTINO Claudia, *Head of Amundi Investment Insights & Publishing*

FIOROT Laura, *Head of Investment Insights & Client Division*

CARULLA Pol, *Investment Insights and Client Division Specialist*

DHINGRA Ujjwal, *Investment Insights and Client Division Specialist*

NIALL Paula, *Investment Insights and Client Division Specialist*

PANELLI Francesca, *Investment Insights and Client Division Specialist*

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: 1° febbraio 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: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.