

L'ARGOMENTO DEL MESE

IMPATTO DELLA POLITICA DI BILANCIO AMERICANA SULLA CRESCITA, SUI MERCATI OBBLIGAZIONARI E SUL DOLLARO

VALENTINE AINOUEZ, SERGIO BERTONCINI, Credit Strategy
ROBERTA FORTES; SILVIA DI SILVIO, Fixed income and FX Strategy
ANNALISA USARDI, Economic Research

La fiducia
va meritata
Amundi
ASSET MANAGEMENT



Finalizzato il 18/03/2018

L'essenziale

La politica di bilancio americana solleva molti interrogativi riguardo all'impatto che avrà sull'economia, sulla politica monetaria, sui tassi d'interesse a lungo termine, sul dollaro e, più in generale, sul mercato obbligazionario USA. Le autorità americane hanno infatti deciso di stimolare un'economia che è prossima alla piena occupazione, un fenomeno che non si è mai visto nella storia americana. Una tale politica stimolerà la crescita e l'inflazione (nel breve termine) e al contempo determinerà un aumento dell'offerta di obbligazioni proprio nel momento in cui la Fed sta alzando i tassi di riferimento e riducendo il volume del suo bilancio. Esamineremo i diversi scenari che possono essere ipotizzati riguardo alla spesa pubblica. In definitiva, riteniamo che l'impatto economico sarà consistente ma temporaneo e che 1) l'impatto sulla curva dei rendimenti sarà limitato, 2) l'impatto sul credito non sarà univoco e 3) potrebbero esserci ripercussioni sul dollaro USA.

Introduzione

Dopo il Tax Cuts and Jobs Act del 2017 (TCJA), una revisione sostanziale della fiscalità approvata appena prima della fine dell'anno e che ha introdotto dei tagli significativi alle imposte per le persone fisiche e per quelle giuridiche, l'amministrazione USA ha approvato all'inizio di febbraio il Bipartisan Budget Act del 2018 (legge di bilancio) che prevede un aumento della spesa pubblica. Subito dopo, la Casa Bianca ha presentato la proposta di bilancio per l'esercizio fiscale 2019 (la proposta di bilancio bilancio del Presidente) in cui si invoca, tra l'altro, un aumento della spesa per le infrastrutture. Tutte queste misure aumentano la probabilità di revisioni al rialzo delle nostre proiezioni economiche di base su crescita e inflazione.

Le diverse misure di politica fiscale, in breve

Il TCJA, stando alle stime, dovrebbe far lievitare il bilancio di circa 1.456 miliardi di dollari nel decennio 2018-2027 (ovvero 1.071 miliardi di dollari tenendo conto degli effetti positivi attesi sull'economia): il deficit federale aumenterebbe rispettivamente di 136 mld di dollari nel 2018 e di 280 mld di dollari nel 2019 (104 mld di dollari e 246 mld di dollari se conteggiati con il metodo del "dynamic scoring"¹ che considera cioè le modifiche di altri indicatori come reazione alla modifica della politica fiscale). Sempre in base alle medesime stime, si ipotizza che la legge di bilancio farà salire il deficit di 60 mld e 140 mld di dollari rispettivamente nel 2018 e nel 2019 (stime del CBO) a causa dell'ampliamento del divario tra gettito di bilancio e spesa pubblica e dell'aumento delle autorizzazioni di bilancio².

Il bilancio del Presidente, che è stato redatto prima della legge di bilancio e che è stato pubblicato con un supplemento per tener conto di alcune discrepanze nella spesa pubblica interna autorizzate successivamente dal Congresso, promuoverebbe un altro cavallo di battaglia della campagna presidenziale di Trump, ovvero il piano per le infrastrutture. Nonostante le numerose discussioni e critiche, tra cui quelle dello stesso Presidente, il piano rappresenta una colonna portante del suo mandato e, se le intenzioni di Trump si tradurranno in realtà, sono previsti stanziamenti federali per 200 miliardi di dollari scaglionati su dieci anni a cui dovrebbero aggiungersi altri fondi pubblici e privati così da raggiungere i 1.500 miliardi di dollari promessi. La legge di bilancio stanziava già circa 20 miliardi di dollari in totale per il 2018-2019, ovvero metà delle spese federali previste nel bilancio del Presidente³.

¹ <https://www.jct.gov/publications.html?func=startdown&id=5055>

² <https://www.cbo.gov/system/files/115th-congress-2017-2018/costestimate/bipartisanbudgetactof2018.pdf>

³ <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2018/02/budget-fy2019.pdf>

Quale sarà l'impatto macroeconomico?

Scenario base: sul fronte macroeconomico, abbiamo già scontato nel nostro scenario base l'impatto stimato del TCJA. Grazie al supporto fornito agli utili societari e al reddito disponibile delle famiglie, e grazie ad alcuni aumenti della spesa discrezionale del governo (che come avevamo già previsto ci sarebbero stati a prescindere dalla legge di bilancio), la crescita dovrebbe rimanere superiore al suo potenziale per i prossimi otto trimestri, e l'inflazione di fondo (cosiddetta core) dovrebbe salire fino a raggiungere l'obiettivo della Fed. Il progressivo smantellamento, da parte della Fed, della sua politica monetaria accomodante richiederà una gestione attenta dell'impatto economico per evitare una stretta monetaria eccessiva e, al contempo, il surriscaldamento dell'economia. In questo contesto ci aspettiamo che la crescita si aggiri mediamente attorno al 2,7% su base annua nel 2018, con un tasso di inflazione CPI al 2,3% e una PCE core all'1,8%.

Tabella 1/Scenari riguardanti la spesa pubblica

Miliardi di dollari		Esercizio 2018	Esercizio 2019	Esercizio 2020	Esercizio 2021	Esercizio 2022	Totale (2018/2023)
Voci aggiuntive di spesa federale							
Scenario 1	Previsioni di spesa del CBO	56	171	64	15	5	310
Scenario 2	Piena implementazione di quanto previsto da bilancio	143	153				296
Scenario 3	Piena implementazione di quanto previsto da bilancio + infrastrutture	193	203				396

Fonte: CBO, Amundi Macroeconomic Research

Valutazione dei rischi: per stimare i rischi per lo scenario economico derivanti dall'implementazione delle due misure supplementari (la legge di bilancio e il piano per le infrastrutture del bilancio del Presidente) abbiamo valutato l'impatto dei diversi scenari relativi alla spesa pubblica nel nostro modello economico.

- Gli scenari presi in considerazione spaziano dall'implementazione graduale delle misure nel corso di alcuni anni, in linea con le stime del CBO (Scenario 1), a un'implementazione a ritmi più sostenuti (concentrata nel 2018 e nel 2019), dove le autorizzazioni di bilancio saranno spese in toto nel 2018 e nel 2019 (Scenario 2); infine, nello Scenario 3, prevediamo l'implementazione parziale del piano per le infrastrutture. Per il 2018, i tre scenari presentano livelli crescenti di spesa e pertanto ci consentono di stimare una serie di reazioni dell'economia.

Tra i tre scenari, attribuiamo la maggior probabilità (70%) allo Scenario 1, mentre assegniamo una probabilità minore agli Scenari 2 e 3 (15%).

La Tabella 2 illustra in modo dettagliato l'impatto stimato sulla crescita e fa un confronto con le previsioni dello scenario di base.

Tabella 2/Impatto sulle previsioni economiche

Previsioni macroeconomiche per gli USA		Scenario base		Scenario 1 ex-ante		Scenario 2 ex-ante		Scenario 3 ex-ante		Scenario 1 ex-post	
Anno di calendario	2017	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Q4/Q4	2,5	2,5	2,3	2,9	2,4	3,1	2,3	3,3	2,3	2,7	2,4
PIL & Componenti											
PIL (su base trimestrale, ann.)	2,3	2,7	2,2	2,9	2,4	3,1	2,5	3,2	2,6	2,8	2,4
Spese per i consumi personali	2,8	2,6	2,4	2,7	2,6	2,9	2,7	2,9	2,6	2,7	2,6
Spesa pubblica	0,1	1,4	1,7	2,2	3,2	3,6	3,3	4,0	3,3	2,2	3,2
Investimenti fissi	4,1	4,8	2,7	4,8	2,0	4,5	1,8	4,5	1,7	4,4	1,8
Non residenziali	4,7	5,6	3,1	5,5	2,4	5,2	2,1	5,1	2,0	5,0	2,2
Residenziali	1,7	2,0	1,0	2,0	0,4	2,1	0,3	2,1	0,3	1,8	0,1
Esportazioni	3,4	4,6	4,2	4,3	4,0	4,2	3,9	4,2	3,9	4,8	4,3
Importazioni	3,9	4,9	3,4	5,0	3,6	5,4	3,7	5,5	3,7	4,5	3,5
Contributi al PIL											
Scambi commerciali netti	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	0,0
Variazioni delle scorte	-0,1	0,0	-0,2	0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2

Variabili dei trend (media su base variazione annua)											
Indice dei prezzi al consumo	2,1	2,3	2,2	2,5	2,2	2,6	2,2	2,6	2,2	2,5	2,2
PCE core	1,5	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	1,8	2,0
PIL nominale	4,4	5,0	4,4	5,4	4,5	5,6	4,6	5,7	4,8	5,3	4,6

Nelle previsioni sono incluse le variazioni apportate dalla riforma fiscale approvata dal Congresso USA nel dicembre 2017.

Come previsto, l'aumento della spesa pubblica dovrebbe conferire ulteriore slancio alla crescita facendo salire la domanda interna, generando probabilmente degli adeguamenti dal lato dell'offerta; man mano che aumenta il tasso di utilizzo della capacità produttiva, determinando la progressiva saturazione del mercato del lavoro, l'inflazione tende a salire perché l'economia continua a crescere al di sopra del suo potenziale. Tuttavia, mentre la domanda interna e il PIL sono supportati dall'incremento della spesa pubblica, i motori della crescita (consumi, investimenti e bilancia commerciale), adottano dinamiche diverse in funzione dei tre scenari.

Per quanto riguarda lo Scenario 1, abbiamo calcolato anche l'impatto "ex post" dell'adeguamento dei tassi d'interesse, dei tassi di cambio e dei mercati azionari di fronte alle nuove proiezioni sulla crescita e sul deficit. Il rialzo dei tassi d'interesse e la svalutazione del dollaro peserebbero leggermente sull'aumento della crescita, ma meno sul rischio di rialzo dell'inflazione (per via dell'impatto del dollaro più debole).

Non è però tutto oro quel luccica: il divario crescente tra gettito fiscale e spese federali, scarsamente compensato dal miglioramento della dinamica della crescita, causerà probabilmente un aumento del disavanzo federale (che si stima supererà il 5% del PIL nel 2019). Una domanda interna più vigorosa rischia di imprimere una forte accelerazione alle importazioni, contribuendo ad accentuare il deficit della bilancia commerciale. L'eliminazione degli stimoli della politica monetaria tramite la normalizzazione del bilancio, che va ad aggiungersi al rialzo dei tassi di riferimento in un contesto di aumento dell'inflazione determinerà un aumento dei tassi di interesse a lungo termine, facendo salire i costi del servizio del debito, con delle ripercussioni anche sul saldo delle partite correnti.

Alcune di queste conseguenze sono già state osservate quando si è riaffacciato il tema dei deficit gemelli, che si presume rimarrà al centro del dibattito nei prossimi mesi.

Quale sarà l'impatto sui mercati obbligazionari e sul dollaro?

Per valutare l'impatto della riforma fiscale e del piano di spesa per le infrastrutture sui mercati, dobbiamo prendere in considerazione due importanti fattori: (1) la fine del QE a livello mondiale e (2) e lo sfasamento temporale tra il ciclo USA e il resto del mondo.

I - La fine del QE a livello mondiale muterà nei prossimi anni il panorama dei mercati obbligazionari.

Dopo la crisi finanziaria, le banche centrali dei Mercati Sviluppati hanno fornito un forte supporto al mercato obbligazionario attraverso due importanti canali:

1. **Le politiche monetarie non convenzionali.** Queste misure avevano come obiettivo quello di stimolare l'attività economica e l'inflazione in un contesto dove i tassi di riferimento erano vicini ai minimi storici, e hanno previsto perlopiù il ricorso al finanziamento alle banche prestiti al e, in termini più specifici, a programmi di acquisto di attività. Di conseguenza:
 - **Le principali banche centrali hanno acquistato titoli di Stato in dosi massicce.** Gran parte del debito pubblico è ora detenuto dalle banche centrali di Stati Uniti (20% ovvero 2.432 miliardi di dollari), Europa (20% ovvero 1.913 miliardi di euro) e Giappone (30% ovvero 10.460 miliardi di yen).
 - **La BCE è diventata un attore di primo piano anche sul mercato delle obbligazioni societarie in euro.**
2. **La "caccia globale al rendimento".** Le politiche monetarie hanno contribuito in modo significativo a far scendere i rendimenti dei titoli di Stato, soprattutto in Europa e in Giappone dove i tassi negativi sono stati utilizzati per stabilizzare l'economia. Gli Stati Uniti sono stati il primo Paese a uscire dalla crisi e ad alzare i tassi d'interesse. Da allora il mercato obbligazionario americano è stato considerato un'oasi nel deserto dei rendimenti. Il 10% di tutto il debito ha ancora rendimenti negativi. L'esito:
 - Forte domanda delle attività USA da parte degli investitori stranieri e americani. Le obbligazioni societarie in USD detenute da residenti stranieri sono aumentate del 45% dal 2012 e gli investitori stranieri rappresentano attualmente il 40% del mercato delle obbligazioni societarie in USD.
 - Forte domanda di prodotti Investment Grade. Gli investitori a caccia di rendimento hanno trattato le obbligazioni societarie IG come un prodotto di cui è stato ignorato il rischio di credito.

In questo contesto caratterizzato da una bassa inflazione e da politiche monetarie molto accomodanti, gli spread delle obbligazioni societarie e i rendimenti dei titoli sovrani si sono ridimensionati e sono scesi quasi a minimi record. Il tasso di cambio effettivo del dollaro è salito del 25% tra il 2014 e il 2016.

Il 2018 ha segnato un punto di svolta perché l'economia globale sta registrando una forte ripresa sincronizzata, consentendo alle banche centrali dei Mercati Sviluppati di porre fine congiuntamente alle misure di stimolo monetario.

1. **Negli Stati Uniti, la Fed ha iniziato a ridurre gradualmente il volume del suo bilancio** non reinvestendo alcuni dei titoli che vanno a scadenza. Tale misura va ad aggiungersi al ciclo di rialzo dei tassi.
2. **Nella zona Euro, ci attendiamo che la BCE concluda il suo QE a settembre.** La BCE sta acquistando attività per 30 miliardi di euro al mese, ovvero la metà rispetto al 2017.
3. **In Giappone, il bilancio della BoJ continua ad aumentare** ma a ritmi più lenti. In pratica, gli acquisti ammontano ora attorno ai 50.000 miliardi di yen annui rispetto agli 80.000 miliardi di yen precedenti.

Il picco di liquidità è alle nostre spalle. Le dimensioni dei bilanci della Fed, della BCE e della BoJ aumenteranno di 220 mld quest'anno rispetto ai 1.100 mld del 2017, ai 1.500 mld del 2016 e ai 1.200 mld del 2015. La Fed sta riducendo il suo portafoglio, mentre la BCE e la BoJ lo stanno ancora ampliando. A livello mondiale, i volumi delle emissioni nette dei titoli di Stato non saranno più assorbiti dagli acquisti delle banche centrali come invece è avvenuto negli ultimi tre anni.

Il miglioramento delle aspettative riguardo alla crescita globale e l'orientamento meno accomodante della politica monetaria hanno già portato a un aumento delle aspettative sui Fed Funds, a un rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato, ad alcuni deflussi di capitale sul mercato delle obbligazioni societarie e a un calo del tasso di cambio effettivo del dollaro.

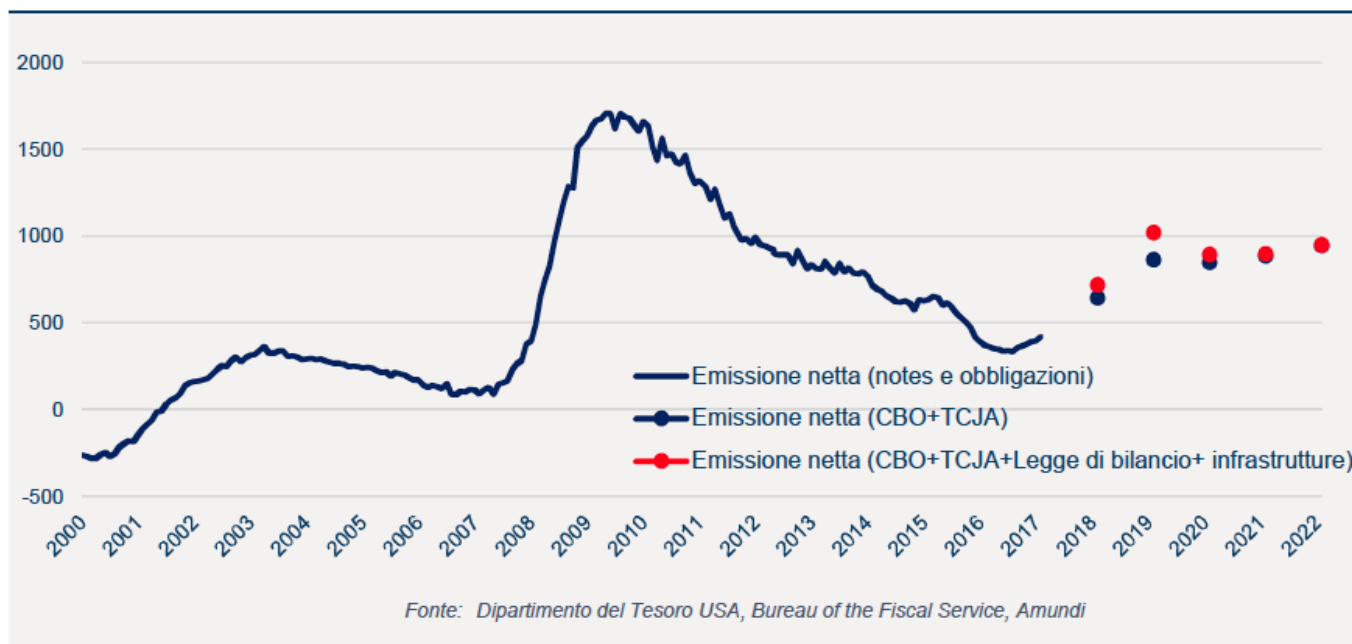
II - Quale impatto avrà tutto ciò sui tassi, sul dollaro e sul credito?

Tassi: i tassi potrebbero salire fino al 3%, pochi cambiamenti lungo la curva.

Le proiezioni riguardo a un aumento del deficit sollevano degli interrogativi riguardo all'evoluzione dei fabbisogni di finanziamento negli USA durante i prossimi mesi. La riforma fiscale approvata alla fine dello scorso anno (TCJA) porterà l'emissione netta di Treasury a lungo termine a circa 649 mld di dollari nel 2018 e a 867 mld di dollari nel 2019. A tale scenario dovrà sommarsi, se le misure verranno implementate, l'effetto della legge di bilancio e del piano per le infrastrutture, che porterà le emissioni nette a 724 mld di dollari nel 2018 e a 1.022 mld di dollari nel 2019. Questo insieme di previsioni tiene conto dei rimborsi dei titoli acquistati per le operazioni open market della Fed (cosiddetto SOMA) indicati nel calendario ufficiale e le stime di Amundi.

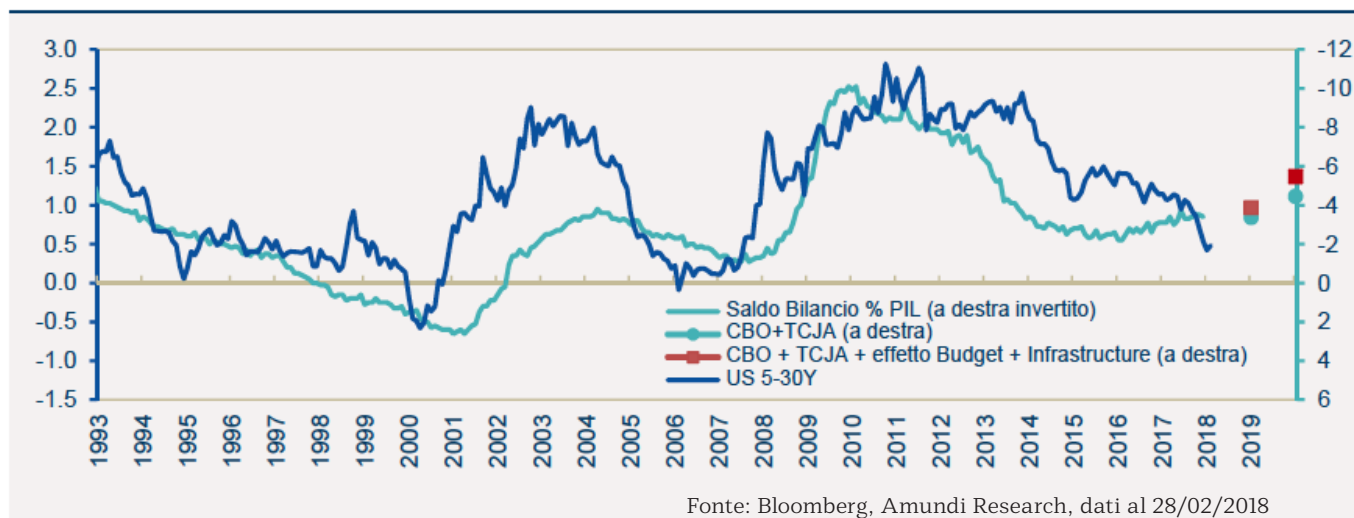
1. Nonostante questi importi siano notevolmente più alti rispetto a quelli del 2016-2017, **gli altri investitori hanno dimostrato nel recente passato di riuscire ad assorbire volumi analoghi** (gli acquisti netti da parte degli investitori diversi dalla Fed sono stati nel 2012 pari a 1.000 miliardi di dollari).

1/ Emissione netta di notes e obbligazioni (in miliardi di dollari)

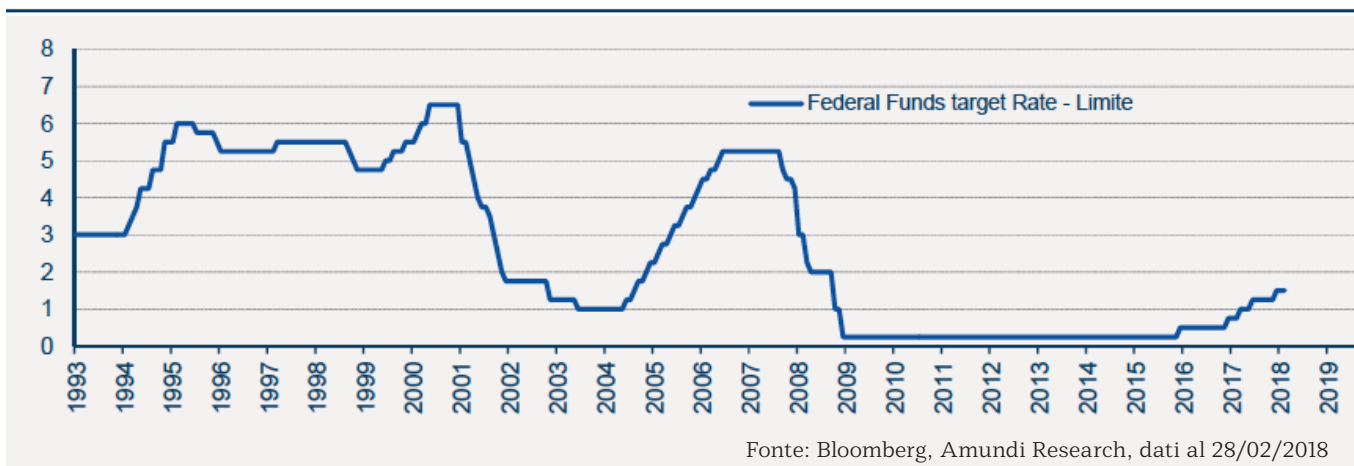


2. Storicamente, la curva dei rendimenti USA si irripidisce quando c'è un aumento del disavanzo di bilancio perché il segmento lungo della curva tende a scontare un premio per il rischio più alto. Uno scenario che tiene conto del TCJA implicherebbe un rapporto deficit/PIL del -3,36% nel 2018 e del -4,45% nel 2019, un dato che, a parità di condizioni, rischia di creare delle pressioni all'irripidimento della curva, a parità di altre condizioni.
3. Tuttavia, questo aumento del deficit sta avvenendo in circostanze insolite, ovvero a fine ciclo, mentre la Fed sta normalizzando i tassi. Pertanto, l'effetto di irripidimento potrebbe essere attenuato dal rialzo dei tassi sul segmento breve che continuerebbero a scontare ulteriori rialzi del costo del denaro da parte della banca centrale.

2/ Rapporto deficit federale/PIL vs curva dei tassi



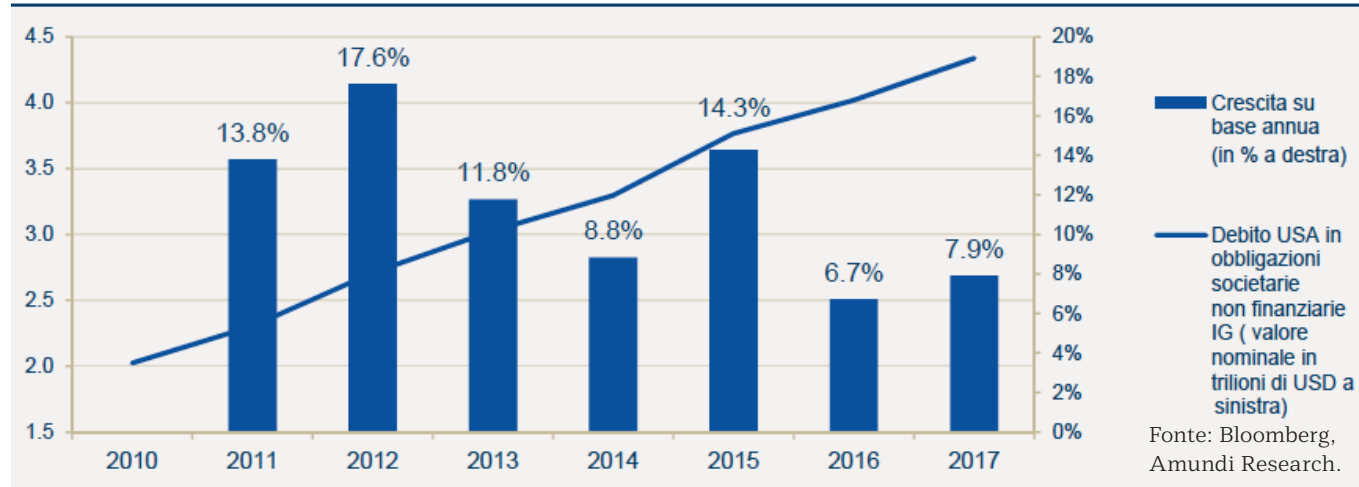
3/ Fed fund



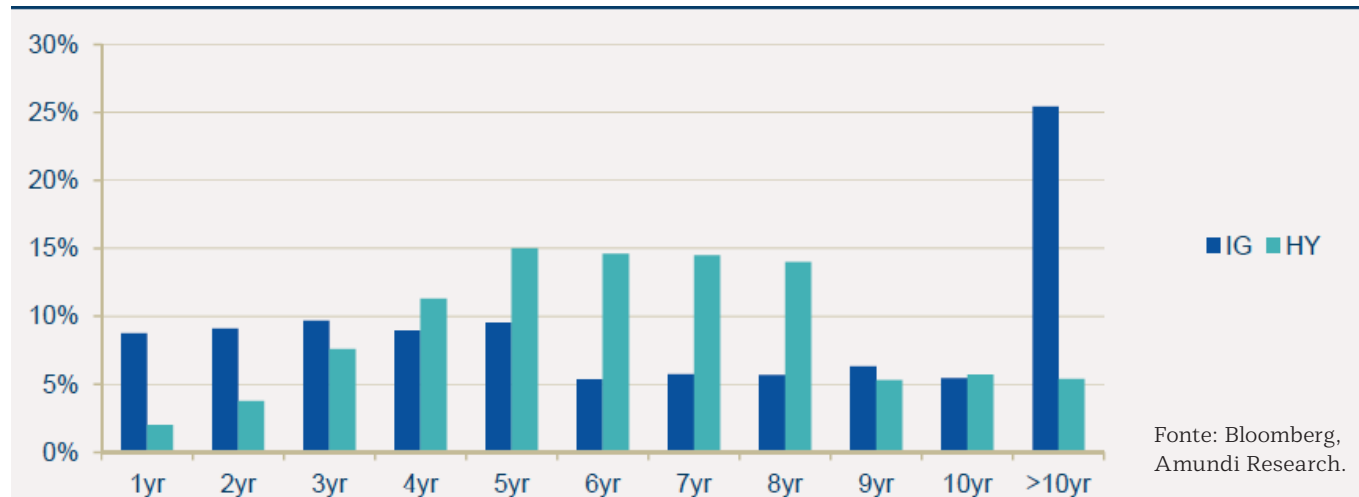
Obbligazioni corporate: migliorano i fondamentali, ma a medio termine i fattori tecnici sembrano più problematici.

I fondamentali stanno migliorando grazie alla ripresa dell'economia mondiale e a un atteggiamento più prudente da parte delle imprese. L'indebitamento delle società americane si sta stabilizzando e, in alcuni casi, si sta addirittura riducendo. Questo trend dovrebbe probabilmente accentuarsi con la riforma fiscale. L'aumento dei fatturati e gli utili più alti saranno accompagnati da un ricorso più limitato al finanziamento del debito tra i diversi canali disponibili.

4/Le dimensioni del mercato IG USA sono raddoppiate negli ultimi anni



5/ Nessun muro delle scadenze



Tuttavia, i fattori tecnici sembrano più problematici a medio termine. Dopo anni in cui il fabbisogno di finanziamenti è stato scarso e l'interesse degli investitori è stato alto, l'indebitamento delle società USA è quasi a livelli record e il fabbisogno di rifinanziamento delle società USA aumenterà in modo significativo nei prossimi anni. Al contempo:

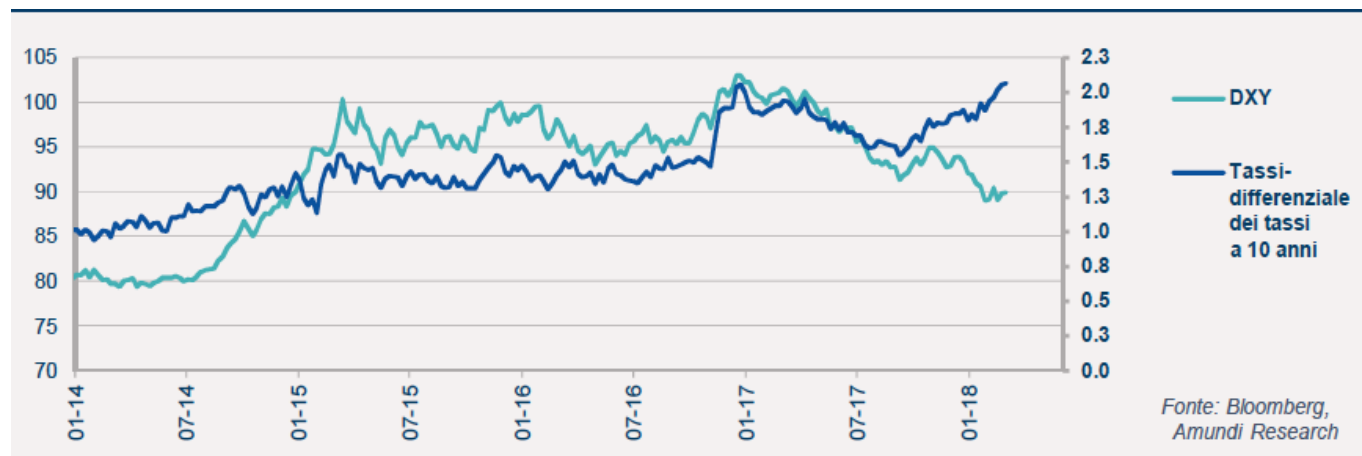
- la crescente offerta netta da parte del settore pubblico potrebbe causare un potenziale "effetto spiazzamento".
- la necessità di andare a caccia dei rendimenti potrà risultare meno marcata se i rendimenti dei Treasury continueranno a salire, diventando relativamente più attraenti rispetto alle obbligazioni societarie, e se nei prossimi anni, sulla scia della normalizzazione delle politiche monetarie, appariranno opportunità di rendimento interessanti anche nelle altre giurisdizioni.

Continuiamo a essere fiduciosi nei confronti delle obbligazioni Investment Grade USA. A breve termine, fattori positivi dovrebbero impedire all'offerta di riaccelerare: il rimpatrio della liquidità, un minor numero di fusioni e acquisizioni e una spesa minore per il riacquisto di azioni proprie. Le sfide riguardanti i fattori tecnici e i fondamentali si presenteranno dopo il 2018. I rischi rimangono orientati verso un rialzo dell'inflazione/dei rendimenti obbligazionari e il loro impatto sulla riallocazione dal credito verso i titoli di Stato e/o le azioni.

USD: i differenziali di crescita avranno un ruolo cruciale

Nel 2017 il dollaro ha perso il 10% nei confronti di tutte le valute e da gennaio ha perso il 2%. Questo deprezzamento è stato ancora più pronunciato nei confronti dell'euro. Si tratta di un fenomeno sorprendente perché lo spread tra i tassi americani e quelli europei continua a crescere. Il differenziale dei tassi a due anni è di 260 pb e dei tassi a dieci anni è di 200 pb. Storicamente, il dollaro USA e lo spread dei tassi a dieci anni hanno evidenziato una correlazione positiva (si veda il grafico). Cos'è quindi accaduto?

6/ DXY-Differenziale dei tassi a dieci anni



1. **Il differenziale di crescita non è più così favorevole agli USA.** L'economia globale è in ripresa, e soprattutto in Europa e in Giappone la crescita è stata rivista al rialzo in modo molto più consistente rispetto agli Stati Uniti che si trovano nella fase più matura del ciclo. Le sorprese sul fronte della politica monetaria potrebbero giungere più dall'Europa e dal Giappone che non dagli Stati Uniti. Le banche centrali diverse dalla Fed hanno attualmente imboccato la strada della normalizzazione della loro politica monetaria. Di conseguenza, una correzione al ribasso del dollaro era attesa visto il forte apprezzamento di cui è stato protagonista il biglietto verde dal 2014 al 2016.

7/ DXY e ciclo USA



2. **Per quanto riguarda i fattori tecnici, sottolineiamo che il costo della copertura è salito**, pertanto investire nei Treasury USA (con copertura) non è più un'opzione interessante per gli investitori giapponesi o europei, perché la copertura in dollari è costosa. Inoltre, anche l'appiattimento della curva americana riduce l'attrattiva dei Treasury USA. È interessante notare che il volume di Treasury USA detenuto dagli stranieri è sceso nuovamente dalla fine del 2017.
3. **Il finanziamento dei nuovi stimoli fiscali potrebbe trascinare il dollaro al ribasso.** Nonostante si sia ipotizzato che l'attuale debolezza del dollaro sia legata ai "deficit gemelli" americani, è difficile dimostrare la correlazione tra l'aumento dei deficit gemelli e la debolezza del biglietto verde. Ciò potrebbe essere dovuto alla peculiarità del dollaro, che si ritrova ad essere la principale valuta di riserva e un investimento rifugio. Tuttavia, gli investitori temono ora il forte impatto dei massicci stimoli fiscali in una fase così avanzata del ciclo USA, che rischia di accentuare le tensioni inflazionistiche e di spingere la Fed a reagire in modo fermo.

Il 2018 ha segnato un punto di svolta. L'economia globale sta attraversando una ripresa sincronizzata significativa, consentendo alle banche centrali dei Mercati Sviluppati di portare avanti il disimpegno congiunto dalle politiche monetarie, ma a velocità diverse. Il picco di liquidità è alle nostre spalle. I fattori tecnici sul mercato obbligazionario saranno meno favorevoli nei prossimi anni. In questo contesto, i massicci stimoli fiscali americani e i piani di spesa per le infrastrutture sollevano diversi interrogativi. Gli stimoli fiscali sono assolutamente insoliti in questa fase matura del ciclo. Prevediamo che la riforma fiscale:

- **avrà un impatto positivo sulla crescita.** Abbiamo rivisto al rialzo le nostre stime sulla crescita e sull'inflazione negli USA (crescita del PIL reale: 2,7% nel 2018 e 2,2% nel 2019; inflazione CPI : 2,3% nel 2018 e 2,2% nel 2019). Non riteniamo che questo piano eserciterà pressioni inflazionistiche tali da indurre la Fed ad alzare drasticamente i tassi.
- **avrà un impatto limitato sulla curva dei tassi americana.** Storicamente, la curva USA si irripidisce quando c'è un aumento dei deficit pubblici perché il segmento lungo tende a scontare un premio al rischio più alto. L'effetto di irripidimento potrebbe tuttavia essere attenuato dalle vendite sul segmento breve.
- **avrà un impatto moderato sul credito.** I fattori tecnici sembrano più problematici sul medio termine, ma i fondamentali stanno migliorando grazie alla ripresa dell'economia globale.
- **Potrebbe pesare sul dollaro.** Riteniamo tuttavia che l'evoluzione del biglietto verde sarà guidata dai differenziali dei tassi d'interesse. Mentre non ci attendiamo modifiche sostanziali nel percorso di rialzo dei tassi da parte della Fed, le maggiori sorprese di politica monetaria potrebbero giungere più dal Giappone e dall'Europa che non dagli Stati Uniti.

Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FINMA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008. In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale. Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge o regolamentari applicabili. Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso.

Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N° GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.