

Il taglio dei tassi di interesse spinge al rialzo i mercati, ma fino a quando?

I mercati dei capitali hanno seguito un andamento altalenante, spaventati dall'indebolimento del mercato del lavoro negli Stati Uniti ma speranzosi nella capacità della Fed di riuscire a orchestrare un atterraggio morbido dell'economia. I mercati stanno interpretando in chiave positiva l'ultimissima mossa della banca centrale americana che potrebbe imprimere un forte slancio ai consumi e agli investimenti. Tuttavia, secondo un'altra narrazione, la Fed non avrebbe però tagliato in modo così massiccio i tassi di interesse se non fosse preoccupata per l'economia. Secondo noi la verità sta nel mezzo: la realtà sarà il prodotto di queste due narrazioni e dovrà tener conto dei seguenti aspetti:

- **l'economia statunitense sta frenando leggermente, mentre le stime sulla crescita dell'economia nella zona Euro vengono riviste al ribasso.** Continuiamo a essere convinti che il rallentamento sarà modesto. Per capire quale sarà la sua effettiva portata è indispensabile monitorare l'andamento del mercato del lavoro, dei consumi e del tasso di risparmio. Nella zona Euro abbiamo ridefinito le nostre stime sulla crescita del PIL reale per il 2024 (portandole dall'1,2% all'1%) soprattutto a causa della debolezza della domanda interna.
- **Una Fed propensa a tagliare ulteriormente i tassi di interesse offrirebbe alla BCE e alla Bank of England margini più ampi di manovra per ridurre i propri tassi di riferimento.** Un maggiore numero di tagli significa tassi finali più bassi per la Fed, con effetti a macchia d'olio per la BCE e la BoE.
- **(Per ora) gli Stati Uniti sembrano meno preoccupati dei deficit fiscali.** Kamala Harris e Donald Trump hanno diversi orientamenti politici, ma sembrano accomunati dall'assenza di preoccupazione per i pesanti deficit fiscali. In Europa invece è il contrario e, su temi come gli investimenti e la produttività, i divari con gli Stati Uniti si sono ampliati nel corso degli anni.
- **Gli stimoli monetari della Cina stanno indubbiamente contribuendo a migliorare il sentiment del mercato.** L'allentamento monetario e i cambiamenti della politica sull'immobiliare sono espressioni del rinnovato sforzo del Paese di sostenere l'economia; attendiamo però una maggior chiarezza sugli stimoli fiscali.

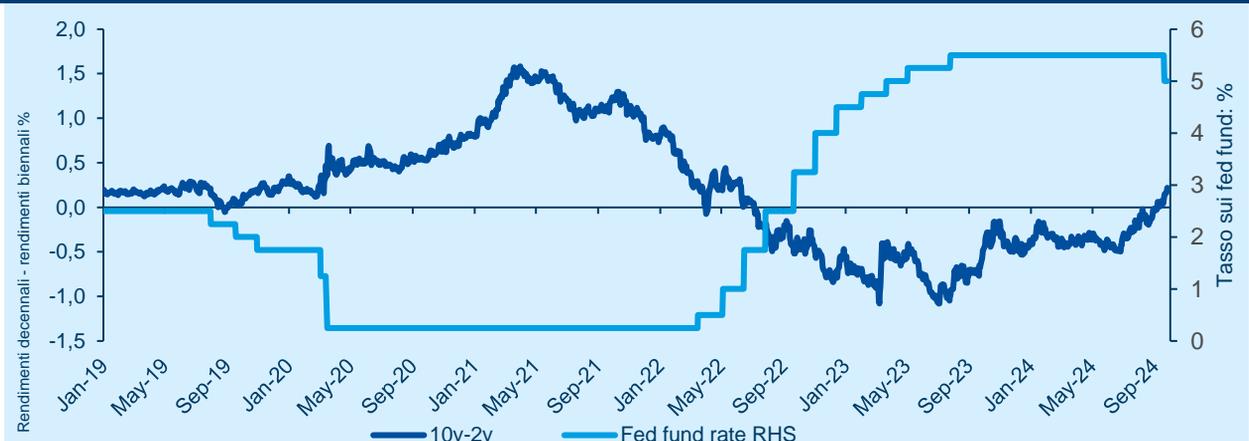


**VINCENT
MORTIER**
GROUP CIO



**MONICA
DEFEND**
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE

Il taglio ai tassi di interesse da parte della Fed, nonché il forte deficit fiscale, supportano la tesi di un irripidimento della curva dei rendimenti USA.



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg al 25 settembre 2024. I segmenti 10y-2y al di sopra dello zero indicano un irripidimento della curva dei rendimenti.

Preferiamo adottare una posizione moderatamente positiva sul rischio perché è improbabile che ci sia una recessione e intanto l'inflazione continua a scendere, spingendo le banche centrali a portare avanti il loro ciclo espansivo. **Tuttavia, una politica monetaria espansiva da sola non riesce a imprimere uno slancio duraturo ai mercati.** Ci vorrà del tempo prima che l'effetto benefico dei tagli dei tassi di interessi si propaghi all'intera economia. Per ottenere un aumento della produttività che supporti la performance dei mercati sul lungo termine sono necessari una crescita favorevole, solidi utili societari e investimenti. In particolare, intravediamo opportunità nelle seguenti categorie:

- **Cross asset.** Siamo costruttivi sulla duration ed esploriamo le divergenze globali tra le curve dei rendimenti. Manteniamo un'opinione positiva sugli Stati Uniti e sull'Europa (anche se un po' meno rispetto a prima), mentre siamo più ottimisti sul Regno Unito. In generale, le curve dei rendimenti dei Paesi sviluppati continueranno a irripidirsi, ma prevarranno alcune differenze nel breve termine. Per quanto riguarda il debito dei Paesi emergenti i rendimenti sono interessanti, ma il rumore sui dazi statunitensi potrebbe pesare su quei segmenti che presentano valutazioni elevate. Stiamo valutando alcuni punti di ingresso nell'azionario e rimaniamo leggermente positivi sul Regno Unito e sul Giappone. L'oro è sempre un bene rifugio nei periodi di forte incertezza geopolitica e lo è ancor di più quando le banche centrali tagliano i tassi di interesse.
- **Tattici e attivi sui titoli di Stato, positivi sul carry nel credito.** I rendimenti dei Treasury statunitensi sono interessanti in un'ottica di lungo periodo e ci consentono di adottare una posizione quasi neutrale. Un approccio attivo è cruciale perché negli Stati Uniti e in Europa le banche centrali stanno normalizzando i tassi di interesse a velocità diverse. Abbiamo rivisto al rialzo la duration britannica in un contesto in cui stanno venendo meno le spinte inflazionistiche ma persistono i timori sulla crescita. Nel credito statunitense preferiamo i titoli finanziari a quelli non finanziari, mentre per quanto riguarda il credito europeo ci piacciono i titoli finanziari e il debito subordinato, mentre siamo prudenti sui titoli dei settori dei consumi e retail.
- **Nell'azionario dare la priorità ai fondamentali/alle valutazioni.** La transizione verso la ripresa economica dovrebbe favorire i mercati. Tuttavia, finché questo scenario non si concretizzerà, i mercati saranno meno direzionali e dipenderanno in misura maggiore dalle rotazioni e dalle valutazioni. Prevediamo che anche altri titoli al di fuori delle mega-cap offriranno rendimenti interessanti e manteniamo una posizione bilanciata sugli Stati Uniti, riservando un certo interesse ai titoli difensivi di elevata qualità e privilegiando i titoli Value a quelli Growth. Anche in Europa manteniamo una posizione bilanciata tramite i titoli ciclici e difensivi di qualità.
- **L'allentamento della politica monetaria globale favorisce i Paesi emergenti.** Ci piacciono le obbligazioni in valuta forte, mentre siamo più selettivi su quelle in valuta locale; stiamo esplorando le opportunità in quei mercati che di recente hanno subito correzioni eccessive e che quindi ora presentano valutazioni interessanti. Dal punto di vista geografico, preferiamo Brasile, Colombia e Perù. Per quanto riguarda l'azionario, l'Asia presenta moltissime opportunità e quindi rimaniamo selettivi.

Preferiamo rimanere agili perché in caso di sorpresa ribassista sulla crescita, di sorpresa rialzista sull'inflazione o di peggioramento dei rischi geopolitici la situazione potrebbe cambiare in fretta.

Sentiment complessivo sul rischio

Risk off Risk on



In un contesto dove l'economia non sta entrando in recessione e dove le banche centrali hanno iniziato a tagliare i tassi di interesse, rimaniamo leggermente positivi sugli attivi rischiosi.

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 del comitato d'investimenti globale (CIG) che si è tenuta il 25 settembre 2024. Riflette le opinioni su un orizzonte di un mese, da un CIG all'altro. 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 BTP = titoli di Stato italiani, JBG= titoli di Stato giapponesi.

Variazioni rispetto al mese precedente

- Obbligazioni governative: meno positivi sulla duration giapponese e più costruttivi sui titoli di Stato britannici.
- Valute: leggermente positivi sulla sterlina britannica.

Tre domande scottanti

1

Dopo il maxi-taglio di settembre della Fed ai tassi di interesse, le aspettative di politica monetaria sono cambiate?

Ora siamo convinti che la Fed taglierà i tassi di altri 50 pb (stima precedente: 75 pb), con due tagli di un quarto di punto ciascuno nelle ultime due riunioni del 2024. Abbiamo anche aggiunto un altro taglio dei tassi alle nostre aspettative per l'anno prossimo, riducendo le stime – dal 3,50% al 3% - sul tasso finale atteso per il settembre 2025. Se la Fed mantiene il suo orientamento dovish, per le altre banche centrali come la BCE sarà più facile ridurre i tassi. Per la BCE prevediamo un'altra sforbiciata di 25 pb per l'anno prossimo, con un tasso finale atteso del 2,25% ad aprile. Abbiamo anche rivisto al ribasso il tasso finale della banca centrale inglese (BoE) di 25 pb, che si attesterà al 3,50% entro la fine del 2025.

Implicazioni per gli investimenti

- Duration: vicini a una posizione neutrale sugli Stati Uniti e leggermente positivi sui titoli core europei. Abbiamo ora un'opinione costruttiva sul Regno Unito.

2

Come si spiega la divergenza tra BoJ e Fed?

L'indice IPC core giapponese ha registrato un'accelerazione ad agosto e ora prevediamo che l'anno prossimo si stabilizzerà attorno al 2% invece di scendere leggermente come avevamo stimato in precedenza. La BoJ ha espresso l'intenzione di alzare i tassi di interesse se gli obiettivi economici saranno raggiunti. Pensiamo che la banca monitorerà la crescita dei salari, i dati in ingresso e la stabilità del mercato esterno, tutti fattori importanti che il governatore Ueda dovrà considerare prima di inasprire la politica. Siamo quindi convinti che la banca centrale giapponese alzerà i tassi di interesse di un quarto di punto sia nel dicembre 2024, sia nel maggio 2025, ma le nostre previsioni sul tasso finale rimangono invariate.

Implicazioni per gli investimenti

- Prudenti sui titoli di Stato giapponesi.

3

Qual è l'impatto degli stimoli monetari cinesi sulla crescita economica del Paese?

La banca centrale cinese (PBoC) ha implementato misure di allentamento monetario e finalizzate al miglioramento della liquidità. Ha ridotto i tassi di riferimento, tagliato il coefficiente di riserva obbligatorio (la quantità di capitale che le banche devono detenere come riserva) e facilitato l'acquisto delle seconde case. Tutte queste iniziative sembrano aver dato nuovo slancio ai mercati. Apprezziamo queste misure, ma ci attendiamo maggiore chiarezza sugli interventi fiscali che potrebbero incidere sul problema del forte indebitamento e spingere i consumatori a spendere di più. Una ripresa duratura della crescita e una performance più positiva del mercato possono essere ottenuti solo con il miglioramento del sentiment dei consumatori e dell'occupazione.

Implicazioni per gli investimenti

- Per ora manteniamo una posizione quasi neutrale sulle azioni cinesi e seguiamo con grande attenzione la situazione.

Non appena la Fed ha avuto maggior fiducia nella proprie capacità di domare l'inflazione, ha fornito una forte forward guidance sui tassi, discostandosi dall'approccio prudente seguito ultimamente in cui è rimasta vigile/ha preso decisioni basate sui dati (relativi all'inflazione). Questo aspetto, unitamente ad alcuni timori sulla crescita, ci ha indotto a rivedere al ribasso il nostro tasso finale.

MULTI-ASSET

Opportunità sulle curve dei rendimenti

Nei Paesi sviluppati la crescita economica sta frenando ma non crollando e l'inflazione sta scendendo in linea con gli obiettivi delle banche centrali, a riprova che l'opzione put della banca centrale è saldamente al suo posto. Siamo quindi moderatamente positivi sui rischi e cerchiamo di fare in modo che vengano esplorati attentamente tutti gli elementi che possono contribuire ad aumentare i rendimenti sul lungo termine e la resilienza del portafoglio (coperture e duration). **Per quanto riguarda quest'ultima, siamo diversificati lungo le curve e adeguiamo attivamente questa posizione tenendo conto delle differenze regionali e delle pressioni contrastanti sui rendimenti (calo dell'inflazione, crescita, deficit fiscali).**

Manteniamo un'opinione leggermente positiva sulle azioni dei Paesi sviluppati, in particolare Regno Unito e Giappone, mentre siamo neutrali sugli Stati Uniti e sull'UE. Il Regno Unito fornisce un buon bilanciamento tra dinamica domestica e internazionale e inoltre offre dividendi elevati. La sua esposizione al settore energetico potrebbe fornire un certo supporto in questo periodo di fortissime tensioni in Medio Oriente. In Asia, il Giappone potrebbe beneficiare dei miglioramenti della corporate governance e rappresenta una buona occasione di diversificazione. In generale stiamo esplorando le opportunità in altri Paesi sviluppati ed emergenti che presentano un buon bilanciamento in termini di valutazioni, volatilità e potenziali rendimenti.

Siamo positivi sulla duration statunitense e sui Paesi europei core, ma abbiamo rivisto in parte le nostre view su questi ultimi a favore del Regno Unito che dovrebbe beneficiare del rallentamento dell'inflazione e della disciplina fiscale; anche i BTP italiani presentano opportunità di ulteriori guadagni. Visti i movimenti negli ultimi mesi sulla curva canadese dei rendimenti, i margini per un ulteriore irripidimento della curva ci paiono limitati. Sul medio termine, invece, le curve dei rendimenti dei principali Paesi sviluppati (ad es. gli USA) dovrebbero irripidirsi. In Giappone, i titoli di Stato rimarranno probabilmente sotto pressione per via delle politiche della BoJ.

Nell'ambito del credito societario, le obbligazioni Investment Grade dell'UE sono interessanti e presentano fondamentali solidi e una bassa leva finanziaria. Inoltre il debito dei Paesi emergenti, soprattutto quello in valuta locale, mantiene il suo vantaggio in termini di rendimento rispetto agli Stati Uniti. Rimaniamo costruttivi sul debito dei mercati emergenti, ma un po' meno rispetto a prima. In alcuni segmenti, le valutazioni elevate potrebbero finire sotto pressione nel caso in cui si profili la possibilità di una vittoria di Trump (protezionismo) negli Stati Uniti. Siamo marginalmente positivi sul dollaro statunitense, ma monitoriamo strettamente la situazione perché potrebbe risentire dei tagli dei tassi della Fed. Il dollaro australiano presenta valutazioni interessanti e potrebbe beneficiare dei miglioramenti della crescita cinese. Nei Paesi emergenti, siamo positivi anche su real brasiliano/dollaro statunitense e rupia indiana/yuan. L'oro ha beneficiato dell'allentamento della Fed e continua a fornire un'ottima protezione contro le tensioni geopolitiche. Per rafforzare ulteriormente le protezioni del portafoglio, è tuttavia importante esplorare le coperture sulle obbligazioni e sulle azioni.

AUTORI

FRANCESCO SANDRINI
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

Nei mercati che si muovono entro un range, rimaniamo diversificati e puntiamo a incrementare le posizioni nei segmenti con un profilo rischio-rendimento simmetrico.

Convinzioni Cross-Asset di Amundi

		---	-	=	+	++	
Azioni	MS				◆		◆ Posizionamento attuale
	ME			◆			
Obbligazioni corporate				◆			◆ Variazioni rispetto al mese precedente
Duration	MS				◆		
	ME				◆		
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 che si è tenuta il 25 settembre 2024. 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 FX = valute straniere, BTP = titoli di Stato italiani, BoJ = Bank of Japan, JGB = titoli di Stato giapponesi, BoE = Bank of England, NIRP= politica sui tassi di interesse negativi DM= Paesi sviluppati, ME = mercati emergenti.

OPINIONI

View di Amundi sulle classi di attivi

Questo mese riflettori puntati sui:

- **Titoli di Stato britannici:** la probabilità di tagli dei tassi di interesse da parte della Bank of England è sottovalutata dai mercati e anche l'IPC sta diventando meno vischiosa. Per tutti questi motivi siamo ora positivi sui titoli di Stato britannici. Nel complesso siamo invece neutrali sui titoli di Stato dei Paesi dei G10.

Azioni e fattori globali

Regioni	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++	Fattori globali	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++
Stati Uniti					◆		Growth					◆	
Europa					◆		Value						◆
Giappone					◆		Titoli a bassa capitalizzazione					◆	
Mercati emergenti						◆	Qualità						◆
<i>Cina</i>					◆		Bassa volatilità					◆	
<i>Mercati emergenti, Cina esclusa</i>						◆	Momentum					◆	
<i>India</i>						◆	Dividendi elevati					◆	

Obbligazioni governative e valute

Titoli di Stato	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++	Obbligazioni corporate	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++
Stati Uniti					◆		Obbligazioni societarie IG USA					◆	
Titoli di Stato dei Paesi core dell'UE					◆		Obbligazioni societarie HY USA			◆			
Titoli di Stato dei Paesi periferici dell'UE					◆		Obbligazioni societarie IG UE						◆
Regno Unito	▲				◆		Obbligazioni societarie HY UE					◆	
Giappone	▼				◆								
Obbligazioni dei mercati emergenti	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++	Valute	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++
Titoli di Stato cinesi					◆		USD					◆	
Titoli di Stato indiani					◆		EUR					◆	
ME in valuta forte					◆		GBP	▲				◆	
ME in valuta locale					◆		JPY					◆	
Obbligazioni societarie ME					◆		CNY					◆	

Fonte: Riepilogo delle opinioni espresse dal comitato d'investimento globale durante l'ultima riunione tenutasi il **25 settembre 2024**. Opinioni rispetto a un investitore con base in euro. Le opinioni avranno da doppio meno a doppio più, = indica un posizionamento neutro. Questo materiale rappresenta una valutazione del contesto di mercato in un momento specifico e non intende essere né una previsione di eventi futuri, né una garanzia di risultati futuri. Queste informazioni non dovrebbero essere utilizzate dal lettore come materiale di ricerca, consulenza in materia di investimenti o raccomandazione su fondi o titoli. 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 di Amundi. La tabella delle valute illustra le opinioni in materia espresse dal comitato d'investimento globale.

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

The Artificial Intelligence revolution:
sector perspectives



Contributors

BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights & Publishing

FIOROT Laura, Head of Investment Insights & Client Division

CARULLA Poi, 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 contenuti 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: 5 ottobre 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.