



FONDI AMUNDI PROTEZIONE 85 ROLLING 2Y

Relazione semestrale

28 giugno 2024

*OICVM aperti di diritto italiano armonizzati
alla Direttiva 2009/65/CE*



SOMMARIO

COMMENTO MACROECONOMICO*	3
AMUNDI PROTEZIONE 85 ROLLING 2Y	10

Commento Macroeconomico***Considerazioni macroeconomiche generali**

Nella prima parte dell'anno sono emersi segnali di rafforzamento dell'economia globale, più diffusi nel settore dei servizi rispetto al settore manifatturiero. Le stime di crescita sono complessivamente migliorate soprattutto per effetto dei dati americani che hanno mostrato un trend dei consumi particolarmente resiliente in presenza di una crescita dell'occupazione più forte delle attese. In questo contesto di modesto miglioramento, differenze importanti permangono tra le aree geografiche e i principali paesi. Anzitutto il differenziale tra economie emergenti e aree sviluppate, queste ultime previste in crescita più modesta intorno all'1,4 per cento quest'anno rispetto al più elevato 4,1 per cento atteso per le economie emergenti. Anche sul versante dell'andamento dei prezzi al consumo, sebbene in presenza di un rientro generalizzato dell'inflazione a livello globale, la dinamica appare differente: il maggiore calo dell'inflazione è infatti atteso nelle economie dei paesi sviluppati, dal 4,7 per cento in media dello scorso anno al 2,7 medio di quest'anno. Le economie emergenti dovrebbero far registrare un calo dell'inflazione più contenuto, passando dal 5,8 per cento del 2023 al 5,3 per cento del 2024.

In questa prima parte dell'anno le banche centrali anglosassoni hanno mantenuto i tassi ufficiali stabili, la Banca Centrale Europea ha deciso un taglio dei tassi nella riunione di inizio giugno mentre la Banca del Giappone si è mossa in direzione opposta: quest'ultima a marzo ha innalzato i tassi ufficiali per la prima volta dal 2007, uscendo dal precedente territorio negativo, normalizzando altresì la strategia di controllo della curva dei rendimenti. Gli attuali livelli dei tassi ufficiali nelle principali aree sviluppate sono ritenuti restrittivi alla luce dell'avvenuto rientro della crescita dei prezzi, ma in alcuni casi nuove evidenze di ulteriore discesa dell'inflazione sono ritenute necessarie dalle banche centrali per poter dare l'avvio ad una normalizzazione delle proprie politiche monetarie, come nel caso della Federal Reserve americana e della Banca d'Inghilterra. Nei primi tre mesi dell'anno infatti negli Stati Uniti si è arrestata la discesa dell'inflazione e l'economia statunitense è tornata a fornire nuovi segnali di rientro della crescita dei prezzi solo a maggio. Sotto questo aspetto anche il messaggio della BCE sul futuro della politica monetaria è che la cautela deve prevalere nel gestire la fase di taglio dei tassi, fase la cui portata e i tempi dipenderanno dall'andamento dell'inflazione e dei dati economici dei prossimi mesi.

Area Euro

All'inizio del 2024 il PIL dell'area euro ha messo a segno una modesta ripresa, trainata dal recupero del settore dei servizi, mentre si è confermata la debolezza del manifatturiero e del settore delle costruzioni. Nei primi tre mesi del 2024 il PIL dell'area dell'euro è infatti salito dello 0,3 per cento sul trimestre precedente: tale recupero segue un prolungato periodo di attività economica sostanzialmente stagnante lungo cinque trimestri, ed è in gran parte derivato da un contributo positivo fornito dall'interscambio commerciale e dalla domanda interna. I risultati delle indagini di fiducia condotte sulle imprese segnalano il probabile protrarsi della crescita anche nel secondo trimestre, ancora una volta in gran parte trainata dal settore dei servizi. Il mercato del lavoro resta ben intonato: nei primi mesi dell'anno l'occupazione ha continuato a crescere, nel primo trimestre dello 0,3 per cento, in linea con la crescita del PIL. Anche il tasso di disoccupazione si è confermato su valori minimi dall'avvio dell'Unione monetaria, in presenza di una domanda di lavoro rimasta elevata. Continua il sentiero discendente dell'inflazione al consumo, soprattutto per i beni industriali non energetici e alimentari, mentre quella dei servizi rimane su livelli elevati. Gli indicatori che stimano la dinamica di fondo dei prezzi al netto delle fluttuazioni più volatili sono scesi sensibilmente e hanno continuato a diminuire, riflettendo l'impatto della politica monetaria restrittiva ed il venir meno degli ampi shock subiti in precedenza dall'offerta aggregata.

Per effetto dei segnali di moderato recupero di cui sopra, le stime di crescita per l'area euro per l'intero 2024 sono state riviste leggermente al rialzo rispetto allo scorso anno e puntano quando si scrive ad un aumento dello 0,8 per cento rispetto al più modesto 0,5 per cento registrato nel 2023. A guidare il recupero della crescita tra i principali paesi dell'area sono la Spagna e l'Italia, il cui PIL è stimato in crescita nel 2024 rispettivamente di 0,8 e 2,1 per cento, così come dall'economia francese con un +0,9 per cento atteso. La Germania, al contrario appare destinata a mostrare solo un modesto rimbalzo della propria crescita

economica attesa in area 0,2 per cento. Rispetto al 2023, il calo atteso per l'inflazione media annua appare più sensibile in Germania e in Italia, rispettivamente in discesa dal 6,1 al 2,4 per cento e dal 5,9 all'1,4 per cento. Anche l'inflazione francese dovrebbe scendere in misura significativa dal 5,7 per cento del 2023 al 2,5 per cento quest'anno. Più modesto appare invece il calo dell'aumento dei prezzi in Spagna che come scrivevamo vanta una crescita economica più forte, con l'inflazione attesa in discesa dal 3,4 per cento del 2023 al 3,2 per cento.

Dal canto suo, la BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali fino alla riunione di giugno, nella quale come ampiamente preannunciato e scontato dai mercati finanziari ha deciso un taglio di 25 punti base del costo del denaro. Nelle precedenti riunioni la banca centrale aveva progressivamente aperto all'inizio del processo di normalizzazione dei tassi il cui livello è ritenuto restrittivo: a sostenere le ragioni di un primo taglio sono stati numerosi fattori, tra i quali i rinnovati segnali di rientro dell'inflazione, con ripetute sorprese positive anche rispetto alle stime della stessa banca centrale, la moderazione dei fattori alla base della crescita prospettica dei prezzi nonché le evidenze di efficace trasmissione della politica monetaria sull'economia e sui prezzi. La Banca centrale mantiene un atteggiamento pragmatico nell'indicare la traiettoria futura dei tassi, confermando che le prossime mosse sia in termini di portata che di tempi del ciclo di normalizzazione appena iniziato dipenderanno dall'andamento dei dati economici.

USA

L'economia statunitense ha guidato la revisione al rialzo delle stime di crescita globale: nei primi mesi dell'anno i dati di crescita americana hanno costantemente superato le stime degli economisti mostrando una congiuntura particolarmente brillante, sostenuta da una politica fiscale espansiva che ha in parte bilanciato gli effetti restrittivi del precedente rialzo dei tassi ufficiali, sostenuta altresì da una buona crescita dei salari sia in termini nominali che reali, nonché da un mercato del lavoro in espansione oltre le aspettative. In questo contesto di crescita resiliente all'elevato costo del denaro, le stime di crescita media per l'intero anno sono state riviste al 2,3 per cento, solo leggermente al di sotto dell'aumento del 2023. Al contempo, pur mostrando una certa persistenza nei primi mesi dell'anno, l'inflazione appare destinata a continuare la sua discesa nei prossimi trimestri e a mettere a segno un aumento medio annuo del 3,3 per cento rispetto al 4,1 per cento del 2023. L'ulteriore rientro dell'inflazione dovrebbe sostenere i consumi e gli investimenti reali anche nella seconda parte dell'anno, sebbene un parziale rallentamento sia indicato come probabile dagli ultimi dati anticipativi.

Dal canto suo, la Federal Reserve ha mantenuto invariati i tassi ufficiali per tutto il primo semestre e nell'ultima riunione di giugno ha altresì limato le prospettive complessive di taglio dei tassi per l'anno in corso. In sintesi, la banca centrale ha rivisto il potenziale di normalizzazione della propria politica monetaria nel breve periodo a causa della battuta di arresto della discesa dell'inflazione registrata nel primo trimestre ed in ragione dei dati di crescita più forti del previsto. Il messaggio proveniente dalla banca centrale prende atto del carattere restrittivo dell'attuale livello dei tassi ufficiali, ma al contempo conferma la necessità di avere nuove conferme del trend disinflazionistico come condizione per poter iniziare a ridurre il livello dei tassi.

UK

La crescita economica del Regno Unito appare complessivamente modesta, ma in recupero rispetto allo stagnante 0,1 per cento registrato nel 2023: il potenziale di tale recupero è stato recentemente rivisto al rialzo ed è attualmente stimato allo 0,8 per cento per l'anno. Il primo trimestre ha infatti registrato un aumento dello 0,6 per cento, al di sopra delle attese. Sebbene i dati più recenti indichino un solido avvio nel secondo trimestre, l'attività economica dovrebbe crescere a un ritmo più contenuto nel resto del 2024.

L'inflazione è in calo significativo; in media per il 2024 è attesa al 2,8 per cento dal 7,5 per cento dello scorso anno ed i maggiori progressi nel rientro da livelli particolarmente elevati sono risultati più evidenti negli ultimi mesi: nella rilevazione di maggio, infatti, l'inflazione è scesa per la prima volta da molto tempo al 2 per cento. Tutto ciò ha sostenuto il reddito reale disponibile per consumi, favorendo una maggiore tenuta della domanda interna e le sorprese positive giunte nelle rilevazioni del PIL degli ultimi mesi. Tutto ciò è avvenuto nonostante permangano gli impatti di raffreddamento della crescita provocati dalla trasmissione della politica monetaria con tassi in territorio restrittivo.

Sul versante della politica monetaria, la Banca d'Inghilterra si è astenuta dall'apportare modifiche al livello dei tassi ufficiali nella prima metà dell'anno: la comunicazione provenuta dalle ultime riunioni della banca centrale, tuttavia, mostra passi graduali verso un avvicinamento dei tempi di un primo taglio, alla luce dei progressi realizzati nel riportare l'inflazione vicina all'obiettivo di lungo periodo. Al contempo, la Banca centrale ha recentemente rivisto al rialzo le proprie stime di crescita per l'anno in corso mentre ha rivisto al ribasso la traiettoria attesa dall'inflazione nel medio periodo.

Giappone

Per l'economia nipponica, le stime attuali puntano ad una crescita del PIL in rientro rispetto all'1,9 per cento messo a segno nel 2023, con un rallentamento atteso per il 2024 in area 0,7 per cento nel momento in cui si scrive. Anche l'inflazione dovrebbe segnare un rallentamento dal 3,3 per cento dello scorso anno al 2,1 per cento nel 2024, in linea con la tendenza registrata nelle altre principali aree sviluppate e in buona parte dei paesi emergenti. Il calo dei salari reali in Giappone ha contribuito a mantenere una debole dinamica di consumi nel corso del primo trimestre, contribuendo a sua volta a raffreddare gli indici d'inflazione sottostante verso il 2%. In questo contesto, a marzo scorso la Banca del Giappone ha deciso di uscire da un prolungato periodo di tassi negativi ed ha innalzato i tassi ufficiali per la prima volta dal 2007, portandoli su livelli positivi, normalizzando al contempo la strategia di controllo della curva dei rendimenti.

Emergenti

Come anticipato, quest'anno la crescita dei paesi emergenti dovrebbe attestarsi in media vicino al 4,0 per cento, solo in leggero rallentamento rispetto al 2023, sebbene con importanti differenze nella dinamica tra i differenti paesi e le aree. A trainare la crescita sono ancora una volta soprattutto i paesi asiatici e tra questi l'economia indiana e cinese. Da quest'ultima ci si attende un recupero del 4,8 per cento rispetto al 5,2 per cento nel 2023, mentre l'economia indiana è attesa in crescita del 6,6 per cento, sebbene anch'essa in rallentamento rispetto al 7,8 per cento del 2023. In America Latina la crescita messicana è attesa al 2,0 per cento rispetto al 3,2 del 2023, quella brasiliana al 2,1 per cento rispetto al 2,9 dello scorso anno.

L'inflazione è attesa complessivamente in discesa nei paesi emergenti, ma con una decelerazione inferiore rispetto a quella delle aree sviluppate, precisamente in calo dal 5,8 al 5,3 per cento: in questo caso le dinamiche appaiono particolarmente differenti tra i paesi, ad esempio in Asia con i prezzi relativamente stagnanti in Cina come lo scorso anno e in aumento medio del 5 per cento in India. Le politiche monetarie, dal canto loro, sono complessivamente orientate a sfruttare gli spazi offerti dal rallentamento dell'inflazione per normalizzare i tassi ufficiali verso livelli più contenuti.

In Cina la domanda interna rimane debole, sebbene la crescita nel primo trimestre del 2024 si sia rivelata superiore alle attese, mettendo a segno l'1,6 per cento rispetto all'1,2 per cento del trimestre precedente: tale recupero ha riflesso soprattutto i maggiori investimenti pubblici provenienti dalle misure di stimolo fiscale. La ripresa della produzione industriale e degli investimenti mostra costanti miglioramenti, grazie allo stimolo dei progetti infrastrutturali. Alcuni timidi segnali di stabilizzazione si osservano sul mercato immobiliare. In India le prospettive di crescita rimangono forti e alcuni dati alla base della dinamica macroeconomica mostrano un'avvenuta accelerazione nei primi mesi dell'anno: gli indici di fiducia del manifatturiero e dei servizi continuano a segnalare un'espansione economica anche nel secondo trimestre. Entrando maggiormente nel dettaglio delle economie dei principali paesi latino americani, segnali di recupero dalla stagnante attività economica del secondo semestre dello scorso anno sono stati registrati dall'economia brasiliana nei primi mesi dell'anno con un'inflazione in moderazione ma di misura contenuta per effetto della forza del mercato del lavoro. In Messico la crescita sta recuperando terreno dopo la stabilizzazione a cavallo dell'anno, mentre l'inflazione sta fornendo segnali di moderazione sebbene permanga il differenziale di crescita dei prezzi tra beni e servizi core.

Mercati

I **mercati azionari** hanno evidenziato dinamiche positive nel semestre. Gli USA hanno evidenziato una dinamica sostenuta, trainati dai dati economici e societari migliori delle attese che hanno più che compensato le preoccupazioni per l'effetto di inflazione più alta delle attese e tassi più alti più a lungo; in ritardo l'Europa, per incertezze geo-politiche emerse a fine semestre. La performance del Giappone è stata forte in valuta

locale, ridotta in Euro e USD per lo yen debole in affanno, a fronte di una politica monetaria che resta accomodante rispetto agli altri paesi sviluppati. A livello settoriale, meglio la tecnologia e le telecomunicazioni; in contrazione l'immobiliare e le materie di base.

I **mercati obbligazionari** sono stati indeboliti dal rialzo dei tassi, in scia al ridimensionamento delle attese sui tagli delle principali banche centrali, alla persistenza dell'inflazione su livelli elevati e a dati economici buoni.

In rialzo i mercati azionari.

I mercati azionari globali hanno archiviato il semestre con performance positive. L'indice MSCI World Net Total Return Index ha segnato un +15,2% in Euro.

Nel dettaglio, a livello regionale, negli USA gli indici hanno raggiunto nuovi massimi, supportati da dati societari confortanti e dall'entusiasmo per l'intelligenza artificiale (AI). Nella parte centrale del trimestre i corsi azionari hanno subito una battuta di arresto in reazione alla combinazione di forti dati di crescita e inflazione, con conseguenti commenti più «hawkish» di esponenti della Fed e spinta al rialzo dei rendimenti, e di maggiori tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Successivamente hanno ripreso la corsa, beneficiando anche della fase finale della stagione delle trimestrali che ha evidenziato vendite e profitti superiori alle attese.

La dinamica del mercato è stata ancora una volta molto concentrata, con le mega cap tecnologiche che hanno fatto nuovamente da traino, lasciando indietro il resto del mercato.

A livello di fattori, il segmento Growth ha continuato a sovraperformare rispetto al Value. A livello di capitalizzazione, da segnalare la performance più contenuta delle small e mid cap, monitorate dall'indice Russell 2000, rispetto alla large cap (conseguenza dell'apprezzabile performance delle mega-cap tecnologiche).

A livello settoriale, meglio tecnologia e servizi di comunicazione, debole il real estate.

L'indice Nasdaq, già ben posizionato a fine 2023 in scia al calo marcato dei rendimenti che ha permesso all'indice di recuperare la debolezza dei mesi estivi, ha proseguito il rialzo, beneficiando dell'entusiasmo per l'AI.

Gli indici europei hanno evidenziato in generale rialzi più contenuti rispetto a quelli USA. A supporto, dati di crescita e di fiducia via via più confortanti e attese di una inversione della politica monetaria che si è poi realizzata a fine semestre. La parte centrale del periodo ha evidenziato una certa debolezza degli indici, pur se con intensità e volatilità più contenute rispetto agli USA. Le pressioni esercitate dai movimenti del mercato obbligazionario sono state meno intense, con rialzi dei tassi meno ampi rispetto a quelli dei Treasury e composizione degli indici a favore dei settori value con valutazioni più attraenti. Dopo un recupero, anche in scia a dati societari che hanno sorpreso positivamente sul fronte profitti, in chiusura di semestre i mercati azionari europei hanno ceduto terreno, in reazione alle incertezze politiche emerse a seguito dell'esito delle elezioni europee e delle implicazioni avute anche a livello nazionale, in particolare in Francia ove il Presidente Macron ha indetto a sorpresa elezioni legislative anticipate.

Tra gli altri paesi sviluppati, in rialzo ampio in valuta locale il Giappone, soprattutto nella prima parte del periodo. Dopo aver raggiunto i massimi a marzo, la borsa nipponica ha successivamente perso terreno, tra yen debole e dati economici che descrivono un'economia in affanno. In rialzo sia in valuta locale che in euro l'Australia: il paese ha beneficiato della resilienza dell'economia globale, essendo molto sensibile alla dinamica del ciclo economico globale via esportazioni verso il resto del mondo.

I paesi Emergenti in aggregato hanno chiuso il semestre in rialzo sia in USD che in Euro. A livello di aree, debole l'America Latina, che ha evidenziato un calo nel semestre, appesantita in chiusura di periodo da tensioni geo-politiche generate dall'esito delle elezioni presidenziali e parlamentari in Messico: la vittoria della candidata della piattaforma riformista Claudia Sheinbaum a Presidente ha fatto emergere i timori di un allentamento generalizzato della politica fiscale. In Asia, positivo l'andamento della Cina: nonostante la persistente debolezza del mercato immobiliare, il mercato cinese ha trovato supporto nei dati di crescita e

di fiducia via via migliori delle attese e nelle misure di intervento governativo. Ulteriore elemento positivo la presa di posizione dello State Council a sostegno delle quotazioni, con l'annuncio di linee guida per rafforzare i criteri di quotazione, aumentare la regolamentazione dei pagamenti di dividendi da parte delle società quotate, contrastare le operazioni di trading illegali, ivi incluso lo short selling. In evidenza l'India, con l'indice che ha segnato un nuovo massimo, dopo aver accumulato dinamiche annuali sempre positive dal 2016, continuando a beneficiare dei risultati societari ed economici positivi e dell'aspettativa di stabilità politica. Nel mese di giugno, dopo l'iniziale debolezza per i risultati delle elezioni nazionali non in linea con le aspettative degli exit poll per la coalizione in carica National Democratic Alliance, guidata dal Bharatiya Janta Party di Modi (BJP), l'indice azionario indiano ha ampiamente recuperato. Il BJP si è infatti assicurato il sostegno dei suoi alleati di coalizione, formando un governo per la terza volta consecutiva e rassicurando gli investitori.

Tra gli altri mercati, in rialzo sull'anno Corea e soprattutto Taiwan, sia in valuta locale che in Euro, in scia al generalizzato rialzo del settore tecnologico.

Performance dei principali indici mondiali del semestre (in Euro, al 28 giugno): MSCI World +15,2%, MSCI Usa +18,2%, MSCI Euro +9,1%, MSCI Giappone +9,5%, MSCI Emerging Markets +10,8%.

In rialzo i rendimenti governativi; nel segmento corporate, meglio le emissioni high yield.

I rendimenti dei titoli di Stato core hanno evidenziato rialzi generalizzati, guidati nel movimento dalla cautela delle principali banche centrali sull'avvio del ciclo di tagli e dai dati di crescita e di inflazione più forti delle attese. Sul mercato obbligazionario societario, l'incremento dei tassi è stato più contenuto nel segmento high yield (HY) che beneficia di un cuscinetto per l'assorbimento dei rialzi dei tassi di riferimento più ampio rispetto all'investment grade (IG) ed è più sensibile ad un contesto di crescita migliore delle attese.

A livello di aree, in Usa l'incremento dei rendimenti è stato simile nel tratto 2-30 anni, più contenuto nel tratto breve. Il tasso a 2 anni, sul livello di 4,25% a fine 2023, si è via via portato al 5% a fine aprile. Il continuo slancio positivo dell'economia e i timori di una disinflazione più lenta, come confermato dalle statistiche pubblicate nel semestre, unitamente alle dichiarazioni *hawkish* del presidente della FED Powell e di altri banchieri centrali, hanno indotto gli investitori ad interrogarsi sulla possibilità che la Fed sia un po' più cauta sul fronte taglio dei tassi rispetto a quanto precedentemente scontato, rafforzando la convinzione che alla FED occorrerà più tempo per convincersi ad allentare la stretta monetaria. Il mercato ha quindi rivisto al rialzo le attese sui tassi di riferimento di politica monetaria, spostando in avanti il primo taglio e riducendone l'ammontare previsto su tutto l'anno. Nella prima parte di maggio il tasso a due anni si è ridimensionato, in risposta alla riunione della Fed dell'1 maggio e al riconoscimento del livello restrittivo della politica monetaria da parte di Powell che ha posto in evidenza l'attenzione dei banchieri anche verso la crescita. A ciò si sono aggiunti dati sul mercato del lavoro più deboli delle attese. Dopo una risalita nella seconda metà di maggio, a giugno alcuni dati poco incoraggianti sul fronte fiducia (e.g. ISM manifatturiero), l'incremento marginale delle vendite al dettaglio e dati deboli sul mercato del lavoro (richieste settimanali di sussidi di disoccupazione stabili ma numero totale di lavoratori che li percepiscono che continua a salire) e sul settore immobiliare (avvio di nuovi cantieri e richieste di permessi per nuove costruzioni che hanno toccato in maggio il livello più basso da parecchi mesi) hanno lasciato intravedere il raffreddamento che la Fed desidera ottenere. Ciò ha aumentato le pressioni al ribasso sul tasso a due anni che ha chiuso il trimestre al 4,75%. Da tagli per circa 75 punti base già nella prima metà del 2024 prezzati a fine 2023, si è via via arrivati a scontare 1 taglio certo e un taglio addizionale con la probabilità dell'80% entro fine 2024 a fine giugno.

Il tasso a dieci anni, a 3,9% a fine 2023, si è via via portato fino al 4,7% di fine aprile, in scia alle attese di tassi più alti più a lungo, di dati di crescita e inflazione forte e di importanti emissioni sul mercato primario. Il tasso a dieci anni ha poi ripiegato verso 4,40% di fine giugno, effetto sia di segnali di rallentamento dell'economia e ripresa del calo dell'inflazione che dell'incremento dell'avversione al rischio per l'aumento dei rischi geopolitici. Nel semestre i rendimenti a lungo termine non hanno risentito molto delle analisi sul debito pubblico del Congressional Budget Office che nel suo Long Term Budget Outlook ha dichiarato che il debito pubblico USA, al livello di 26,2 trilioni a fine 2023, pari al 97% del PIL, aumenterà ogni anno nel periodo 2024-2054, raggiungendo il 107% nel 2029, superando il livello raggiunto immediatamente dopo la Seconda Guerra mondiale, per poi proseguire fino al 166% nel 2054.

I titoli obbligazionari societari USD hanno evidenziato un ridimensionamento degli spread. I titoli IG hanno evidenziato un rialzo del rendimento da 5,14% di fine dicembre a 5,51% di fine giugno (+36 pb), con lo spread in calo da 104 a 96 (-8). Sulle emissioni HY, il rendimento medio è salito da 7,65% a 7,86% (+20 pb), con spread in restringimento da 334 a 318 (-16 pb). Sul semestre, la performance in Euro dell'IG è risultata pari al 3,1%, quelle dell'HY al 5,7%.

Anche la curva governativa tedesca ha evidenziato un movimento verso l'alto sostanzialmente parallelo nel tratto 2-10 anni e verso il basso sulle scadenze a breve, in adeguamento al taglio di 25 pb dei tassi di politica monetaria da parte della BCE. Il tasso a 2 anni, al 2,4% a fine 2023, si è via via portato marginalmente al di sopra del 3% nel periodo aprile - maggio, in scia al ridimensionamento delle attese sul livello del tasso ufficiale. Il mercato, che a fine 2023 era arrivato a scontare circa 160 pb di tagli nel 2024, ha posticipato l'avvio del ciclo di allentamento monetario ed è arrivato a scontare 2 tagli certi di 25 pb nel 2024, attribuendo al terzo taglio della stessa entità nell'anno una probabilità più contenuta. Nel mese di giugno, quando la BCE ha tagliato il tasso di riferimento, il tasso a due anni è sceso al 2,83%, effetto anche dell'incertezza emersa a seguito dell'esito delle elezioni europee, con implicazioni sull'orientamento politico sia a livello di area che a livello locale.

Il tasso a dieci anni, che con il rally di fine 2023 si era portato al di sotto del livello del 2% per la prima volta da dicembre 2022 spingendo i rendimenti reali sullo stesso orizzonte in territorio negativo per la prima volta da giugno 2023, è via via salito fino al 2,7% di fine maggio, in scia a dati di crescita migliori della attesa e un'attività sul mercato primario intenso, per poi chiudere al 2,50%, beneficiando nell'ultima parte di un incremento dell'avversione al rischio per le tensioni generate dall'esito delle elezioni europee.

Sul fronte inflazione, l'inflation swap 5yr5yr forward, indicatore delle aspettative di inflazione nell'Eurozona monitorato dalla BCE, si è mantenuto sostanzialmente stabile al 2,3%.

I movimenti dei rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno seguito la stessa direzione ma hanno evidenziato una intensità maggiore, con il rendimento a 2 anni passato da 2,99% a 3,53%. Il tasso a dieci anni passato, a 3,70% a fine 2023, si è portato sui minimi dell'anno a marzo, sostenuto dall'ottima accoglienza delle emissioni che ha confermato la forza della domanda. Successivamente è salito fino al 4,07%. Lo spread BTP-Bund, a 168 pb a fine 2023, dopo essersi portato in area 120 pb a fine marzo, beneficiando del progresso dei fondamentali e della domanda stabile, ha chiuso il semestre a 157 pb, spinto verso l'alto dall'aumento dell'avversione al rischio di fine semestre.

Con riferimento al debito societario Euro, il rendimento medio dei titoli IG è passato da 3,52% a 3,79% (+27 pb), mentre lo spread ha evidenziato un calo da 134 pb a 116 pb (-18 pb). Il rendimento medio delle emissioni societarie europee a più basso merito di credito (HY) sono passati da 6,29% a 6,40% (+11 pb), con lo spread in calo da 395 pb a 348 (-47 pb). Il rendimento dei finanziari, al 3,71% a fine 2023, si è portato al 3,91% con il differenziale passato da 147 pb a 124 pb. Sul semestre, la performance dell'IG è risultata pari allo 0,5%, quella dell'HY al 3,1%.

Il semestre è stato caratterizzato da performance positive per il debito Emergente in valuta forte (indice JPM EMBI Global Diversified +2,3% in Usd, +5,7% in Euro), supportato dal differenziale di crescita EM-DM (paesi sviluppati) a favore dei primi. Il rendimento medio è passato da 7,85% di fine 2023 a 8,42%. Il differenziale di rendimento rispetto ai Treasury Usa è solo marginalmente aumentato da 384 pb a 391 pb. A livello di rating, hanno esibito una forza maggiore gli HY rispetto agli IG (+5,22% vs -0,45% in USD). Le emissioni in valuta locale hanno evidenziato un calo del 3,7% in USD, in scia all'incertezza sul taglio dei tassi della Fed e alla debolezza di alcune valute emergenti (e.g. real brasiliano, rupia indonesiana, lira turca). Le emissioni corporate in valuta forte hanno evidenziato un rialzo del 3,8% in USD (7,2% in euro); anche in questo segmento le emissioni HY (+6,5%) hanno sovraperformato quelle IG (2,11%).

Dollaro USA in marginale rafforzamento verso Euro

Il dollaro ha evidenziato un apprezzamento generalizzato, in risposta alle attese via via crescenti di una Fed più cauta sulla politica monetaria e alla resilienza dell'economia. Le quotazioni del dollaro contro Euro sono passate da 1,10 a 1,07. Il marginale apprezzamento del dollaro verso Euro è ascrivibile al fatto che la Moneta Unica è stata sostenuta a sua volta da dati migliori delle attese.

Prospettive Globali

Il contesto macro rimane relativamente robusto al punto che abbiamo leggermente rialzato le previsioni sulla crescita globale nel 2024 per effetto delle revisioni nell'area Emergente. In USA i consumi, che pesano molto sull'economia, dovrebbero frenare in scia all'atteso rallentamento del mercato del lavoro; l'Europa dovrebbe essere supportata da domanda interna e redditi reali. La recente moderazione dell'inflazione core nei servizi in USA è incoraggiante, ma persiste una certa vischiosità che induce la Fed a porsi in attesa. La BCE invece ha iniziato a tagliare i tassi, ma questa asincronia tra le due banche centrali non dovrebbe durare a lungo.

Prevediamo che la BCE taglierà i tassi di altri 75 bp e la Fed di 50 bp nell'anno. Nell'attuale fase di ciclo maturo, con economie resilienti, utili aziendali robusti e aspettative di tassi in calo, rimaniamo leggermente positivi sulle azioni, pur avendo ridotto al margine il peso dei paesi sviluppati (UK in particolare); siamo positivi sul mercato USA e sulle small cap in Europa nonché sull'area Emergente. Tassi: siamo positivi sulla duration USA (gestita attivamente) poiché la discesa dell'inflazione, pur ancora sopra target, e l'attesa debolezza dei consumi dovrebbero favorire i tagli dei tassi della Fed. Siamo costruttivi sui tassi in Europa - la BCE ha iniziato ad agire e dovrebbe continuare su tale strada - e sui BTP (rendimenti attraenti); view cauta sulla duration in Giappone. Nel credito la preferenza rimane per il segmento IG dati i solidi fondamentali e il carry interessante; rimaniamo cauti sull'HY, esposto a più alti costi di finanziamento. Il debito Emergente beneficia di rendimenti attraenti in un contesto di attesi tagli dei tassi nei paesi sviluppati. Rischi: geopolitici; necessarie protezioni sulle azioni, di supporto il petrolio.

*Fonte:Elaborazioni Amundi SGR su dati Bloomberg (o altr

AMUNDI PROTEZIONE 85 ROLLING 2Y

POLITICA D'INVESTIMENTO	11
SITUAZIONE PATRIMONIALE	12
ELENCO STRUMENTI FINANZIARI	14
TRASPARENZA DEGLI OICR SULL'USO DELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO TRAMITE TITOLI E DEI TOTAL RETURN SWAP AI SENSI DEL REGOLAMENTO (UE) 2015/2365 (REGOLAMENTO SFT)	15

Politica d'investimento

Politica di gestione

Nel primo semestre del 2024 il fondo è stato investito in un'allocazione diversificata.

Di conseguenza, durante questo periodo, il fondo ha generato un rendimento netto del 4,22%, con un contributo del 3,71% dalle azioni e del -0,49% dall'esposizione obbligazionaria.

A fine giugno, l'esposizione azionaria era di circa il 32%.

Nel corso dell'anno si è fatto ricorso a strumenti derivati su cambi per ridurre il rischio di cambio.

Per la seconda metà del 2024 il portafoglio continuerà a essere investito in un'allocazione diversificata. L'esposizione al rischio sarà adattata di conseguenza, soprattutto perché il fondo ha un obiettivo di protezione oltre a quello di crescita.

Eventi che hanno interessato il fondo

Si informano i partecipanti ai fondi che la SGR ha aggiornato i dati periodici contenuti nella Parte II del prospetto. Per gli OICVM aperti al collocamento, la SGR ha aggiornato i KID (Key Information Document) contenenti le informazioni chiave che devono essere fornite agli investitori al dettaglio in occasione dell'acquisto di tali prodotti. I KID di tali fondi sono disponibili sul sito internet della SGR www.amundi.it. Una copia cartacea del KID o su diverso supporto durevole sarà fornita gratuitamente ai partecipanti che ne faranno richiesta.

L'aggiornamento delle informazioni ha riguardato la politica di investimento dei fondi Amundi Impegno Italia (Fondi Amundi), Amundi Primo Investimento (Fondi Amundi) e Amundi Protezione 90 Rolling 1Y ESG. Il prospetto dei fondi Amundi Valore Italia PIR (Fondi Amundi), Amundi Impegno Italia (Fondi Amundi) è stato modificato per recepire la nuova disposizione normativa recante modifica alla disciplina dei piani di risparmio a lungo termine (c.d. PIR) secondo la quale le persone fisiche che risultino già titolari di un PIR ordinario possono detenere più piani con il medesimo intermediario o la stessa impresa di assicurazione.

Inoltre, sono state aggiornate le informative precontrattuali per i prodotti finanziari di cui all'articolo 8, paragrafi 1, 2 e 2 bis, del regolamento (UE) 2019/2088 e all'articolo 6, primo comma, del regolamento (UE) 2020/852 con l'indicazione delle nuove quote minime di investimenti sostenibili per i fondi: Amundi ESG Selection Bilanciato (Fondi Amundi ESG Selection), Amundi ESG Selection Conservativo (Fondi Amundi ESG), Amundi ESG Selection Dinamico (Fondi Amundi ESG Selection), Amundi ESG Selection Obbligazionario (Fondi Amundi ESG Selection), Amundi Protezione 90 Rolling 1Y ESG e Amundi Valore Italia PIR (Fondi Amundi).

Si rende noto che il Consiglio di Amministrazione di Amundi SGR S.p.A., riunitosi in data 25 gennaio 2024, ha approvato talune modifiche ai regolamenti, per le quali ricorrono le condizioni per l'approvazione in via generale della Banca d'Italia, atte a recepire la formulazione prevista dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 con riferimento ai soggetti nei confronti dei quali non possono essere offerte o distribuite le quote del Fondo, con efficacia prevista dal **29 febbraio 2024**.

Eventi successivi alla chiusura del periodo

Non si segnalano eventi rilevanti successivi alla data del 28 giugno 2024.

Situazione patrimoniale

ATTIVITÀ	Situazione al 28/06/2024		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	45.219.635	93,19	55.526.528	99,69
A1. Titoli di debito				
A1.1 titoli di Stato				
A1.2 altri				
A2. Titoli di capitale				
A3. Parti di OICR	45.219.635	93,19	55.526.528	99,69
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA LIQUIDITÀ	3.297.118	6,79	161.229	0,29
F1. Liquidità disponibile	162.929	0,33	161.229	0,29
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	3.134.189	6,46		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITÀ	9.346	0,02	9.422	0,02
G1. Ratei attivi				
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	9.346	0,02	9.422	0,02
TOTALE ATTIVITÀ	48.526.099	100,00	55.697.179	100,00

Situazione patrimoniale

PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al 28/06/2024	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI	25.693	
I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	78.406	
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	78.406	
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITÀ	30.077	31.217
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	30.077	31.216
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		1
TOTALE PASSIVITÀ	134.176	31.217
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	48.391.923	55.665.962
Numero delle quote in circolazione	9.419.666,604	11.294.031,058
Valore unitario delle quote	5,137	4,929

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe	
Quote emesse	59.231,502
Quote rimborsate	1.933.595,956

Elenco Strumenti Finanziari
Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titolo	Quantità	Prezzo	Cambio	Controvalore	% Su Totale attività.
BLUEBAY INV GRADE EURO AGGREGATE BD FD	23.027,000	169,520	1,000	3.903.537	8,04
DB X-TRCK2 IBOX SOV EUR5-7 TTL RET-1C-	16.407,000	221,550	1,000	3.634.971	7,49
AMUNDI MSCI WLD SRICLMTNTZRAMB	35.686,000	95,390	1,000	3.404.088	7,01
AMUNDI EURO GOVERNMENT BONDS 7-10Y	21.047,000	160,910	1,000	3.386.673	6,98
BGF EUR BD -I2- CAP	213.136,000	13,610	1,000	2.900.781	5,98
JAN HND EURO CORP BD FD G2	23.318,000	114,160	1,000	2.661.983	5,49
AMUNDI CASH CORPORATE MC	9,000	206.850,298	1,000	1.861.653	3,84
XTRACKERS EQT QUAL FACTOR UCTS DR-1C CAP	27.964,000	64,630	1,000	1.807.313	3,72
ISHS GOVT 3-5YR EUR SHS EUR ETF	10.785,000	158,310	1,000	1.707.373	3,52
PARVEST BD EURO CORP -I- CAP	8.106,000	210,610	1,000	1.707.205	3,52
ROBECO K GROWTH FD EUR CREDIT BD -I EUR-	10.127,000	156,700	1,000	1.586.901	3,27
AMUNDI MSCI WORLD ESG LEADERS UEC	18.099,000	87,640	1,000	1.586.196	3,27
FCI FCH JPMORGAN US EQUITY FOCUSZC USD	1.223,000	1.358,400	1,072	1.550.103	3,19
AMUNDI ETF ICAV AMUNDI SP 500 ESG UEC	10.159,000	148,289	1,000	1.506.468	3,10
MORGAN STANLEY INV VAR EUR STR BD -Z-	34.980,000	41,860	1,000	1.464.263	3,02
FCH BY INT GE EO BD EG ZC EUR	1.323,000	1.105,820	1,000	1.463.000	3,02
AMUNDI MSCI USA ESG LEADERS UEHC	13.778,000	91,860	1,000	1.265.647	2,61
UBS MSCI USA QUETF CL.-A- USD	26.052,000	48,460	1,000	1.262.480	2,60
LYXOR EURO GOVERNMENT BOND 25+Y	15.634,000	77,567	1,000	1.212.682	2,50
LYXOR US CURVE STEEP 2 10 UCI ETF	11.227,000	87,270	1,000	979.780	2,02
AMUNDI INDEX EUROCORPORATE SRI UE DR CAP	19.350,000	50,438	1,000	975.975	2,01
AMUNDI EMERGING MKT EQTY FOCUS HC	493,000	1.328,840	1,072	611.260	1,26
ELEVA EUROPEAN SELECTION FUND I2 CAP	221,000	2.164,290	1,000	478.308	0,99
COMGEST GROWTH PLC EUROPE -I- EUR CAP	9.724,000	49,120	1,000	477.643	0,98
LYXOR CORE MSCI JAPAN DR	20.853,000	16,514	1,000	344.366	0,71
AMUNDI SP GBL ENERGY CARBON REDUCED UEDC	22.022,000	11,256	1,000	247.880	0,51
AMUNDI IS AM MSCI EUROPE - UEEC	730,000	334,473	1,000	244.165	0,50
UBS MSCI WRLD SMALL CAP SOCIAL RES A USD	26.946,000	9,041	1,000	243.619	0,50
MULTI UNITS LUX-LYXOR NASDAQ-100 UCTS	3.230,000	74,794	1,000	241.585	0,50
SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND SI	2.154,000	56,119	1,000	120.880	0,25
AM MSCI EU SM CAP ESG NET ZERO AMB ETF A	893,000	133,393	1,000	119.120	0,25
AM IS M EUR QF UEC	1.015,000	112,820	1,000	114.512	0,24
XTRACKERS NIKKEI 225 UCITS ETF	2.098,000	23,930	1,000	50.205	0,10
AM IS M EUR MF UEC	462,000	105,800	1,000	48.880	0,10
MUL LY FTSE 100 CAP ETF	2.930,000	16,430	1,000	48.140	0,10
Totale strumenti finanziari				45.219.635	93,19

Trasparenza degli OICR sull'uso delle operazioni di finanziamento tramite titoli e dei Total Return Swap ai sensi del regolamento (UE) 2015/2365 (Regolamento SFT)

L'OICR non presenta posizioni aperte relative ad operazioni di Prestito titoli, Pronti contro Termine, Repurchase transaction e Total Return Swap alla data di riferimento della relazione e non ha fatto ricorso a tali operazioni nel periodo di riferimento della relazione.

Amundi Società di Gestione del Risparmio S.p.A.
Sede Sociale: Via Cernaia, 8/10 – 20121 Milano – MI – Italia
Tel. (+39) 02 00 651 – amundi.it
Direzione e coordinamento Amundi Asset Management (SAS)
Socio Unico – Cap. Soc. € 67.500.000 i.v. – CF. P. IVA e n. Iscrizione Registro delle imprese di Milano 05816060965
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia e iscritta all'Albo delle SGR (n.40 sez. Gestori di OICVM, n. 105 sez. Gestori di FIA e n.2 sez. Gestori di ELTIF)