

Prosegue lo scenario di fine ciclo

L'economia statunitense, che continua a godere di buona salute grazie ai consumi e all'effetto ricchezza, e le forti attese sugli utili per l'anno in corso sono gli elementi che di recente hanno trascinato al rialzo i listini azionari e i rendimenti. Ci chiediamo tuttavia se questa situazione potrà continuare date le forti oscillazioni dei mercati e se queste aspettative sugli utili siano credibili.

Per quanto riguarda invece lo scenario congiunturale, vista la buona tenuta dell'economia statunitense, prevediamo un suo atterraggio più morbido, con il conseguente prolungamento dello scenario di fine ciclo. Tuttavia, a nostro avviso questo non è l'inizio di nuovo ciclo e non escludiamo un rallentamento dell'economia verso metà anno, con il proseguimento del trend deflazionistico. Per capire la direzione dell'economia e dei mercati sarà indispensabile monitorare i fattori elencati di seguito:

- **Mercato del lavoro statunitense.** Prevediamo una diminuzione della domanda a causa dell'aumento dei risparmi, della contrazione dei consumi e della debolezza del mercato del lavoro (situazione di stress nelle PMI* che utilizzano gran parte della forza lavoro).
- **Divergenze in materia di politica monetaria e riflettori puntati sull'inflazione.** La BoJ ha alzato i tassi di interesse dopo 17 anni, mentre la Fed e la BCE, prima di abbandonare la loro politica restrittiva, preferirebbero capire qual è la futura direzione dell'inflazione.
- **Elezioni statunitensi e geopolitica.** Ora che stiamo per entrare in una fase più attiva della campagna elettorale potremmo assistere a un aumento della volatilità. La geopolitica e i rischi di un forte indebitamento globale potrebbero fornire un sostegno di lungo termine all'oro.
- **La resilienza dei mercati emergenti.** Abbiamo leggermente rivisto al rialzo le nostre previsioni sulla crescita nei mercati emergenti, in particolare Asia e India, per via del vigore della domanda interna e delle esportazioni. Le nostre aspettative sulla crescita in Cina rimangono invece immutate.



VINCENT MORTIER
GROUP CIO



MATTEO GERMANO
DEPUTY GROUP CIO

L'inflazione si sta muovendo verso il target ed è quindi probabile che Fed e BCE decideranno di tagliare i tassi di interesse



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg, al 29 marzo 2024. *Piccole e medie imprese



Dato questo contesto, indichiamo di seguito il nostro posizionamento in alcune aree specifiche:

- **Cross asset.** Gli attivi rischiosi hanno scontato il miglioramento dell'outlook degli utili e della crescita e continuano a beneficiare del sentiment positivo dei mercati. Manteniamo la nostra posizione di duration positiva senza assumere ulteriori rischi. Riguardo all'obbligazionario, siamo leggermente positivi sui BTP e prudenti sui JGB. Siamo invece complessivamente costruttivi sull'azionario, con una view leggermente positiva sulle azioni giapponesi, neutrale sugli Stati Uniti e ora anche sull'Europa. Per quanto riguarda i paesi emergenti, siamo positivi su obbligazioni e azioni (India, Indonesia e Corea del Sud). Riguardo alle valute, riteniamo che dollaro statunitense, real brasiliano e rupia indiana abbiano un buon potenziale, ma abbiamo perfezionato la nostra view tenendo conto dei loro recenti movimenti. In generale preferiamo avere un approccio diversificato e mantenere coperture adeguate nei confronti dei rischi geopolitici (petrolio) che hanno un ruolo cruciale nell'attuale contesto.
- **Per quanto riguarda il reddito fisso, l'evoluzione dell'inflazione sarà il driver principale delle azioni politiche e rimaniamo quindi attivi e positivi sulla duration britannica e statunitense.** Dopo il recente rialzo dei rendimenti e i messaggi dovish della BCE abbiamo adottato una posizione quasi neutrale sull'Europa, mentre rimaniamo difensivi sui JGB. Nel credito societario, i fondamentali delle obbligazioni Investment Grade rimangono solidi, mentre aumentano i default delle obbligazioni con un rating più basso (CCC), in particolare negli Stati Uniti. Di conseguenza è prevedibile una maggiore dispersione basata sulla qualità. Puntiamo quindi su obbligazioni societarie di qualità e riteniamo interessanti alcune obbligazioni con scadenze più brevi. In Europa, preferiamo le obbligazioni Investment Grade a quelle High Yield e manteniamo la nostra preferenza per i titoli con un rating più alto (BB) o con scadenze brevi.
- **L'eccessiva euforia sui titoli azionari statunitensi depone a favore di un approccio equal-weighted.** Manteniamo un atteggiamento equilibrato esplorando opportunità difensive idiosincriche invece di particolari settori tradizionali. Per contro, tra i titoli industriali, quelli di elevata qualità del segmento dei materiali offrono opportunità selettive interessanti. In Europa preferiamo un mix di titoli ciclici di qualità e titoli difensivi. La regione continuerà a essere caratterizzata da una crescita stagnante, motivo per cui ora abbiamo rivisto al rialzo la nostra opinione sui beni di prima necessità mentre siamo prudenti sui titoli tecnologici. Nel complesso, privilegiamo i titoli di qualità e i titoli Value in Giappone e negli Stati Uniti.
- **Il nostro orientamento sui paesi emergenti è costruttivo** e si basa su fattori come i rischi fiscali e la vulnerabilità esterna dei paesi a cui associamo le nostre view bottom-up: quest'analisi ci induce a essere positivi su India, Indonesia, Corea del Sud e sui paesi dell'America Latina come Brasile e Messico. Il debito dei paesi emergenti dovrebbe beneficiare dei tagli ai tassi di interesse e della continua discesa dell'inflazione. Tuttavia, visti i rischi geopolitici e idiosincrici, seguiamo attentamente l'evolversi della situazione.

Prendiamo atto della solidità del trend degli attivi rischiosi, ma da un punto di vista strutturale le valutazioni elevate ci impediscono di aumentare massicciamente la nostra esposizione al rischio.

Sentiment complessivo sul rischio

Risk off  **Risk on**

L'economia e il sentiment sono più positivi del previsto ma permangono i dubbi sugli utili e sulle valutazioni. Leggero spostamento verso destra, sfruttando in modo selettivo la fase di fine ciclo.

Variazioni rispetto al mese precedente

- Cross asset: neutrali sulle azioni europee
- Obbligazioni governative: leggermente più positivi sulle obbligazioni High Yield, quasi neutrali sui fondamentali societari e fattori tecnici migliori. Riguardo ai paesi emergenti, rimaniamo leggermente positivi sulle obbligazioni indiane.

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 (CIG). 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, JGB= titoli di Stato giapponesi.



Tre domande scottanti

1

Come valutiamo la performance delle azioni nelle ultime settimane?

I mercati sembrano guidati dalla convinzione che l'inflazione continuerà a scendere, e la svolta della Fed viene praticamente data per scontata. Mentre il rallentamento dell'inflazione è ancora in atto, potrebbero emergere alcuni elementi d'incertezza riguardo alla tempistica e alla portata dei tagli perché sia la Fed, sia la BCE rimangono dipendenti dai dati. I fondamentali favorevoli che si traducono in attività economica e gli utili superiori alle attese stanno spingendo al rialzo gli attivi rischiosi, azioni incluse, e di questa situazione potrebbero continuare a beneficiare i mercati a patto che il calo dell'inflazione non venga messo pesantemente in discussione.

Conseguenze sugli investimenti

- Da una prospettiva cross asset, siamo leggermente costruttivi sulle azioni, sulle materie prime cicliche e sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione.

2

Nel quarto trimestre 2023 quali sono stati i principali trend degli utili negli Stati Uniti e in Europa?

All'8 marzo, circa il 99% delle società dell'indice S&P 500 aveva pubblicato i risultati per il trimestre conclusosi a dicembre 2023 che si sta rivelando eccellente per i mercati statunitensi, trainati dai servizi per le comunicazioni, dai beni voluttuari e dai settori tecnologici. La crescita degli utili in questi settori è stata molto più robusta del previsto, rispettivamente +53%, +37% e +24% (su base annua). La situazione in Europa è invece diversa. È probabile che quando tutte le società avranno pubblicato le trimestrali, la crescita degli utili nel quarto trimestre risulti negativa per il terzo trimestre consecutivo.

Conseguenze sugli investimenti

- Orientamento verso i mercati Quality, Value ed equal-weighted negli Stati Uniti
- Preferenza per i titoli Quality in Europa e per i titoli Value in Giappone

3

Qual è la nostra view sull'esito del recente Congresso del PCC in Cina?

Il Congresso del PCC non ci ha offerto grandi sorprese in termini di crescita economica. L'obiettivo del deficit fiscale per quest'anno, fissato all'8,2%, è più alto di quello del 2023 e nonostante sia leggermente espansivo non sarà sufficiente a ridare slancio alla domanda. Il governo ha stabilito un obiettivo di crescita del 5%, mentre noi rimaniamo fedeli alla nostra stima di una crescita del 3,9%, inferiore al consenso. Per quanto riguarda invece l'inflazione, l'inflazione IPC - vista la debolezza dei consumi - dovrebbe rimanere bassa, con la capacità manifatturiera in eccesso che probabilmente finirà col pesare sui margini degli utili societari.

Conseguenze sugli investimenti

- Quasi neutrali sulle azioni cinesi
- Neutrali sui titoli di Stato cinesi

Se l'economia non rallenta e se l'inflazione non riserva sorprese, il sentiment potrebbe rimanere positivo. Si sono formate però aree dove le valutazioni sono eccessive e quindi è fondamentale rimanere vigili.

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE





MULTI-ASSET

Mantenere un approccio disciplinato in un clima di esuberanza dei mercati

Da un punto di vista tattico il sentiment è favorevole agli attivi rischiosi e non prevediamo una recessione degli utili negli Stati Uniti; tuttavia, eventuali delusioni sul fronte della crescita o degli utili potrebbero avere ripercussioni negative sui mercati. L'assenza di notizie negative sulla crescita potrebbe invece indicare che questo rally può continuare. Al posto di **assumere rischi eccessivi, preferiamo mantenere una certa cautela e cercare in modo selettivo opportunità in Asia dove la crescita degli utili è più evidente**. Inoltre, gli investitori dovrebbero mantenere le coperture e un approccio diversificato.

Abbiamo un posizionamento quasi neutrale sulle azioni dei paesi sviluppati, ma teniamo conto di ogni sfumatura, anche la più impercettibile, a livello globale. Per esempio siamo neutrali sugli Stati Uniti e abbiamo rivisto al rialzo il nostro giudizio sull'Europa portandolo a neutrale soprattutto allo scopo di mitigare il rischio, mentre siamo leggermente positivi sul Giappone. Riguardo ai paesi emergenti, rimaniamo costruttivi su India, Indonesia e Corea del Sud. In Corea abbiamo rivisto leggermente al rialzo le nostre view già positive grazie al miglioramento degli utili e a una governance societaria potenzialmente migliore.

Siamo positivi sulla duration negli Stati Uniti e in Europa in un contesto caratterizzato da rendimenti interessanti, potenziali tagli dei tassi di interesse e benefici offerti dalla diversificazione. Tuttavia, memori del forte indebitamento dei governi e di possibili sorprese sul fronte dell'inflazione, rimaniamo attivi e pronti a cogliere eventuali opportunità se i rendimenti saliranno ancora. Siamo inoltre positivi sui BTP in vista di un potenziale calo dei rendimenti dei titoli di Stato dei paesi core europei. Manteniamo invece un outlook prudente sui JGB a causa della recente decisione della Banca centrale giapponese di porre fine alla sua politica sui tassi di interesse negativi. Stiamo monitorando le sue future azioni e i trend della crescita e dell'inflazione.

La nostra preferenza per i titoli di qualità e per le valutazioni interessanti nelle obbligazioni societarie rimane immutata in vista di una crescente differenziazione. Per queste ragioni ci piacciono le obbligazioni Investment Grade europee. Le obbligazioni dei paesi emergenti offrono un carry interessante e l'inflazione continua a scendere. Notiamo però una certa resistenza dell'inflazione residua e riteniamo che lo spazio per la compressione degli spread sia sempre più limitato. Al contempo, il vigore del dollaro nel breve termine potrebbe forse limare leggermente i rendimenti e quindi restiamo in guardia.

Da un punto di vista tattico siamo leggermente ottimisti sul dollaro statunitense rispetto alla corona svedese e al franco svizzero, mentre rimaniamo prudenti sullo yen. Riguardo alle valute dei paesi emergenti ci piace il real brasiliano che, secondo noi, potrebbe guadagnare terreno sull'euro. Per quanto riguarda rupia indiana/yuan, abbiamo ridotto il nostro posizionamento dopo la sua ottima performance, ma riteniamo che offra ancora un carry interessante e dei buoni fondamentali.

Anche se l'inflazione statunitense è in calo, non possiamo escludere sorprese momentanee e quindi ribadiamo la necessità di mantenere coperture della duration statunitense. Infine, ricordiamo che il petrolio rimane una buona copertura contro i rischi geopolitici come quelli legati alla situazione in Medio Oriente.

AUTORI

FRANCESCO SANDRINI
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE
HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

Abbiamo deciso di adottare una posizione neutrale sulle azioni dei Paesi sviluppati e, più di recente, sull'Europa, senza aumentare il rischio nei segmenti con valutazioni gonfiate.

View Cross-Asset di Amundi

		---	-	=	+	++	
Azioni	Merc. sviluppati				◆		◆ Posizionamento attuale
	Mercati emergenti				◆		
Obbligazioni corporate				◆			◆◆ Variazioni rispetto al mese precedente
Duration	Merc. sviluppati				◆		
	Mercati emergenti				◆		
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 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.



IEWS

View di Amundi sulle classi di attivi

Questo mese riflettori puntati su:

- **Valute dei mercati emergenti:** in una prospettiva di medio termine siamo positivi sulle valute dei mercati emergenti. Di recente abbiamo notato la condotta prudente di banche centrali come quelle di Peru, Brasile e Ungheria che stanno adottando una politica monetaria espansiva a ritmi moderati e salvaguardano il vigore delle loro valute.

Azioni e fattori globali

Regioni	Variazio ne a 1 mese	---	-	=	+	++	Fattori globali	Variazio ne a 1 mese	---	-	=	+	++
Stati Uniti					◆		Growth				◆		
Europa					◆		Value					◆	
Giappone						◆	Titoli a bassa capitalizzazione					◆	
Mercati emergenti						◆	Qualità						◆
Cina					◆		Bassa volatilità					◆	
Mercati emergenti, Cina esclusa						◆	Momentum					◆	
India						◆	Dividendi elevati	▼				◆	

Obbligazioni governative e valute

Titoli di Stato	Variazio ne a 1 mese	---	-	=	+	++	Obbligazioni corporate	Variazio ne 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	Variazio ne a 1 mese	---	-	=	+	++	Valute	Variazio ne 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: Amundi al 25 marzo 2024. Opinioni rispetto a un investitore con base in euro. Le valutazioni variano da doppio meno/meno a più/doppio più, con la possibilità di un allineamento a sinistra o a destra in ognuna di queste categorie. = 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



Contributi di

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 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: 2 aprile 2024.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.