

Mercati, economia e valutazioni: il dibattito continua

La vivacità dell'attività economica e le aspettative dei mercati riguardo alle politiche delle banche centrali e agli utili societari sono stati i fattori che hanno influito sui prezzi degli asset. Le valutazioni sono eccessive in alcuni segmenti come quello dei titoli a mega-capitalizzazione dove anche i margini degli utili sono elevati: la domanda chiave è se questi margini elevati giustificano le valutazioni attuali. Inoltre, tutte queste società riusciranno ad aumentare rapidamente i loro fatturati mantenendo anche i margini in un contesto dove la concorrenza globale è maggiore e i consumatori hanno meno risorse? E poi risulta sempre più difficile capire in che direzione sta andando l'economia. A nostro avviso, in futuro saranno importanti i seguenti fattori:

- **Il rallentamento ritardato, ma consistente, dell'economia statunitense.** Notiamo una contrazione della domanda interna a causa degli stimoli fiscali assenti o limitati e delle tensioni nel settore delle imprese. Finora i consumi sono stati supportati dai risparmi (in via di esaurimento) e dal ricorso eccessivo ai prestiti. Il mercato del lavoro si sta tuttavia indebolendo e questo supporto potrebbe venir meno, con conseguenze sull'economia.
- **Divergenze/crescita debole in Europa.** La Germania, alle prese con numerose difficoltà strutturali, potrebbe registrare un forte ritardo nella crescita quest'anno a causa del debole andamento degli investimenti e delle esportazioni. La Spagna, invece, dovrebbe ottenere risultati leggermente migliori. Date le circostanze, in questa fase di transizione ecologica svolge un ruolo di primo piano la solidità collettiva dell'UE sul piano fiscale e politico.
- **La politica monetaria.** La Fed, la BCE e la BoE inizieranno probabilmente a tagliare i tassi di interesse a partire dalla fine del primo semestre, con tagli complessivi nel 2024 rispettivamente di 100 pb per la Fed e di 125 per la BCE e la BoE. Se l'inflazione continuerà a scendere, verranno meno secondo noi i motivi per cui la Fed mantiene una politica monetaria restrittiva.



**VINCENT
MORTIER**
GROUP CIO



**MATTEO
GERMANO**
DEPUTY GROUP CIO

I redditi personali reali negli USA stanno diminuendo e potrebbero ridursi anche i consumi personali





Ravvisiamo del valore in queste quattro aree:

- **Cross asset.** Abbiamo una posizione pressoché neutrale sulle azioni dei paesi sviluppati perché il ciclo economico sta avendo un andamento migliore del previsto. Poiché le valutazioni sono elevate, preferiamo non farci prendere dall'entusiasmo ed esploriamo opportunità nei mercati emergenti e in Giappone. Abbiamo assunto una posizione neutrale sugli Stati Uniti. Riguardo invece alla duration, siamo prudenti sul Giappone ma positivi sugli Stati Uniti e sull'Europa. Viste le potenziali tensioni fiscali e sorprese sul fronte dell'inflazione, gli investitori dovrebbero gestire in modo attivo la duration. Inoltre, l'eventuale vigore del dollaro nel breve termine potrebbe pesare sui rendimenti delle obbligazioni dei mercati emergenti e quindi è meglio prestare particolare attenzione. Il petrolio rappresenta una buona copertura in questo periodo di tensioni geopolitiche e le sue quotazioni potrebbero salire leggermente viste le forniture limitate nel breve termine.
- **Nel reddito fisso, rimaniamo leggermente prudenti sulla duration europea e giapponese mentre siamo positivi su quella statunitense** perché l'inflazione continua a scendere e **siamo costruttivi sulle obbligazioni societarie globali di qualità.** In Europa, stiamo monitorando la valutazione della BCE sull'economia europea così da captare eventuali segnali di intervento politico. Siamo inoltre leggermente costruttivi sul Regno Unito in un contesto caratterizzato dalle pressioni legate ai tagli dei tassi della BoE. Il credito societario rimane un'area di carry, ma sono importanti anche le considerazioni sulla liquidità, soprattutto nel segmento High Yield. Siamo quindi positivi sulle obbligazioni Investment Grade negli Stati Uniti e ancora di più su quelle dell'Unione Europea. Negli USA preferiamo le obbligazioni societarie a breve scadenza e i titoli insurance-linked. Nel complesso siamo prudenti sulle obbligazioni societarie High Yield con i rating più bassi, ma all'interno di un quadro di crescente dispersione ravvisiamo del valore in alcuni settori non ciclici.
- **I recenti movimenti delle azioni statunitensi sono da ricondurre ai rialzi di alcuni titoli a mega-capitalizzazione e ciò crea dei rischi in termini di concentrazione:** questo fenomeno, seppur in misura minore, riguarda anche l'Europa. I mercati, a seguito dell'evoluzione del ciclo economico, dovrebbero iniziare a focalizzarsi in maniera maggiore sulla traiettoria degli utili. Manteniamo un approccio selettivo e siamo leggermente prudenti sulle aree più costose negli USA e in Europa. Eventuali anomalie di mercato a livello di utili e valutazioni offrono l'opportunità di trarne beneficio. Rimaniamo positivi sulle società che presentano margini elevati (quality), sui titoli Value statunitensi e sul Giappone.
- Siamo ora positivi sul debito in valuta forte e in valuta locale, con una preferenza per le obbligazioni High Yield rispetto a quelle Investment Grade alla luce dei **rendimenti interessanti dei paesi emergenti** e del continuo calo dell'inflazione. A livello regionale, preferiamo l'America Latina, mentre siamo più selettivi sull'Asia e sui paesi EMEA che da offrono numerose storie idiosincratice come quella dell'Argentina. Siamo costruttivi anche sull'azionario, in particolare quello asiatico (India, Indonesia, Corea del sud) e quello latino-americano.

Il prolungamento del ciclo economico ci induce a rimanere pressoché neutrali sul rischio, ma stiamo monitorando l'andamento dei consumi interni statunitensi e le valutazioni estreme in alcuni segmenti.

Sentiment complessivo sul rischio

Risk off **Risk on**



Abbiamo una posizione quasi neutrale sul rischio viste le divergenze tra le performance/le valutazioni dei mercati e la debolezza attesa dell'economia.

Il sentiment complessivo sul rischio è una visione qualitativa degli attivi rischiosi (credito, azioni, materie prime) espressa dalle diverse piattaforme d'investimento e condivisa nel corso della riunione più recente del comitato d'investimenti globale. Il nostro posizionamento verrà modificato così da riflettere eventuali variazioni del contesto economico e di mercato.

BCE= Banca centrale europea, BC = Banche entranti, IG = Investment Grade, HY= High Yield, HC = Valuta forte, LC = valuta locale

Variazioni rispetto al mese precedente

- **Cross asset:** Neutrali sulle azioni statunitensi, protezione sulla duration USA a causa di potenziali sorprese sull'inflazione; positivi sulle obbligazioni dei mercati emergenti ma la forza tattica del biglietto verde potrebbe avere un impatto sui rendimenti in quest'area.



Tre domande scottanti

1

In che modo le banche centrali dei principali paesi sviluppati reagiranno al rallentamento dell'inflazione?

Anche se in Europa l'inflazione sta diminuendo, i mercati non hanno ancora scontato il rischio di una politica monetaria troppo rigorista e il rischio che la BCE rimanga dietro la curva. L'Eurotower sta monitorando i dati in arrivo, l'andamento dell'occupazione e il recente allentamento delle condizioni finanziarie. Siamo convinti che la BCE inizierà a tagliare i tassi di interesse verso la fine del primo semestre, per un totale di 125 pb nel 2024. Anche la BoE ha abbandonato le sue stime da 'falco' e probabilmente taglierà i tassi di interesse di 125 pb a partire da metà dell'anno, anche se non escludiamo la possibilità che colga i mercati in contropiede con un taglio anticipato. Negli USA, la Fed interverrà solo quando sarà sicura che l'inflazione si sta avvicinando al target.

Conseguenze sugli investimenti

- Duration USA e UK: leggermente positivi

2

Qual è la view riguardo ai recenti record dei mercati azionari?

Visto che a febbraio i mercati azionari statunitensi ed europei hanno raggiunto nuovi massimi, è giunto il momento di riesaminare le valutazioni che, in generale, appaiono eccessive, ed è difficile immaginare un premio extra significativo in tempi rapidi. Da un lato il contesto economico è meno difensivo di prima, dall'altro queste valutazioni estreme ci impediscono di essere più favorevoli alle azioni. Qualora si verifici una correzione tattica, potrebbe esserci l'opportunità di incrementare le posizioni azionarie a prezzi interessanti. Da qui ad allora potremmo disporre di un quadro più chiaro del contesto economico.

Conseguenze sugli investimenti

- Posizione quasi neutrale sugli Stati Uniti e sull'Europa
- Leggermente positivi sul Giappone

3

Quali sono le previsioni a breve termine sulle materie prime?

Le quotazioni del petrolio potrebbero risalire un po' nell'immediato grazie ai solidi fattori tecnici e alla buona tenuta della crescita mondiale. Ci aspettiamo tuttavia guadagni limitati nel medio termine a causa di fattori come la capacità in eccesso e la decisione dell'OPEC di contingentare le forniture. Per contro, le quotazioni dell'oro sembrano essere in modalità attendista. Viste le modeste valutazioni del metallo giallo e il venir meno delle speranze di una svolta imminente della politica monetaria della Fed prevediamo un suo rialzo modesto nel breve termine. Tuttavia, se la Fed tagliasse i tassi prima del previsto, il rialzo potrebbe essere più consistente.

Conseguenze sugli investimenti

- Obiettivo del Brent: \$85 al barile nel breve termine
- Oro: \$2.050 all'oncia

Da un lato pensiamo che Fed, Bank of England e BCE inizieranno a tagliare i tassi di interesse verso giugno, dall'altro teniamo d'occhio la velocità a cui scende l'inflazione così da evitare sorprese.

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE





MULTI-ASSET

Allocazione dinamica: neutrali, attenti ai rischi

Anche se prevediamo un rallentamento dell'economia USA, la situazione non è chiaramente leggibile, soprattutto per quanto riguarda l'andamento degli utili e le valutazioni degli attivi rischiosi. **Manteniamo quindi una valutazione dinamica che tenga conto delle sfumature a breve termine e delle convinzioni di lungo termine.** Anche se abbiamo assunto una posizione neutrale sulle azioni dei paesi sviluppati, basiamo le nostre convinzioni sulle divergenze geografiche (paesi sviluppati vs. Asia). Manteniamo una buona diversificazione attraverso le materie prime e abbiamo aggiustato le nostre view e coperture sulle valute.

Il contesto per le **azioni globali** appare sempre più incerto: il ciclo economico statunitense si sta prolungando e ci sono delle incognite sulla crescita futura. Abbiamo assunto una posizione neutrale sugli Stati Uniti in un contesto dominato dalla disinflazione e da una crescita robusta. Siamo inoltre prudenti sull'Europa e leggermente positivi sul Giappone nonostante i dati recenti. La nostra posizione è invece più netta sui paesi emergenti (Indonesia, Corea e India).

Siamo leggermente costruttivi sulla duration statunitense ed europea vista l'incertezza sull'attività futura e le aspettative di tagli ai tassi di interesse. Rimaniamo molto flessibili a causa dell'inflazione e delle tensioni fiscali (legate alle elezioni USA) che potrebbero avere un impatto sulle decisioni delle banche centrali e sui movimenti dei rendimenti. Per quanto riguarda i BTP, crediamo che i rischi idiosincratici siano limitati e che questi titoli presentino ancora del potenziale. Siamo invece prudenti sui titoli di Stato giapponesi e monitoriamo in che modo gli ultimi dati sul PIL potrebbero condizionare la BoJ e spingerla ad abbandonare la sua politica sui tassi di interesse negativi (NIRP).

Riguardo al credito dei paesi sviluppati, preferiamo le obbligazioni Investment Grade europee grazie alla loro elevata qualità e alle valutazioni relative interessanti. Il trend disinflazionistico nei paesi emergenti e l'inizio del ciclo di allentamento da parte delle banche centrali dei paesi sviluppati in un prossimo futuro tracciano un quadro positivo per le obbligazioni dei paesi emergenti. I rendimenti dei mercati emergenti sono interessanti, ma l'inflazione statunitense più alta del previsto, le migliori prospettive di crescita negli USA (rispetto agli altri paesi dei G10) e la politica monetaria *dovish* scontata dal dollaro (che ha margini di apprezzamento) potrebbero prolungare il vigore del biglietto verde. Gli investitori dovrebbero quindi considerare questo aspetto nella loro asset allocation.

Pur rimanendo tatticamente positivi sul dollaro, pensiamo che difficilmente questo trend sarà supportato. Siamo costruttivi anche su EUR/GBP e JPY/CHF. La politica monetaria USA e la crescita avranno ripercussioni anche sullo yen. Per quanto riguarda le valute dei paesi emergenti, manteniamo la nostra preferenza per i Paesi dell'America Latina (real brasiliano) rispetto all'Asia.

L'inflazione negli Stati Uniti è in calo, ma eventuali sorprese potrebbero avere un impatto sui Treasury USA, evidenziando la necessità di disporre di coperture. Per contro, il petrolio - visti i suoi solidi fattori tecnici - offre una buona protezione contro i rischi geopolitici.

AUTORI

FRANCESCO SANDRINI

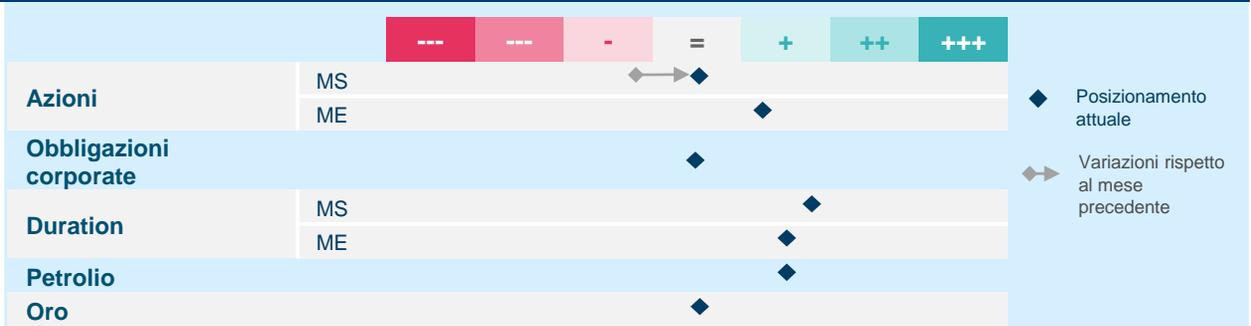
HEAD OF MULTI-ASSET STRATEGIES

JOHN O'TOOLE

HEAD OF MULTI-ASSET INVESTMENT SOLUTIONS

Il mix tra disinflazione/crescita USA e le aspettative sui tagli dei tassi di interesse stanno spingendo al rialzo le azioni statunitensi e siamo quindi tatticamente neutrali sulle azioni dei paesi sviluppati.

View Cross-Asset di Amundi



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

In primo piano questo mese

- **Titoli statunitensi a mega-capitalizzazione:** siamo scettici riguardo ai titoli a mega-capitalizzazione e crediamo vi siano delle opportunità al di fuori di questo segmento, per esempio tra i titoli Value USA. Abbiamo invece una posizione pressoché neutrale sui titoli Growth globali.
- **Titoli di Stato britannici:** l'inflazione complessiva probabilmente scenderà molto in fretta e la maggior parte dei membri del Comitato di politica monetaria del Regno Unito sembra essere favorevole a un taglio dei tassi di interesse: siamo quindi leggermente positivi sui titoli di Stato britannici.

Azioni e fattori globali

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

Reddito fisso e valute

Titoli di Stato	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++	Obbligazioni corporate	Variazione a 1 mese	---	-	=	+	++
Stati Uniti					◆		Obblig societarie IG USA					◆	
Titoli di Stato dei Paesi core dell'UE					◆		Obblig societarie HY USA					◆	
Titoli di Stato dei Paesi periferici dell'UE					◆		Obblig societarie IG UE					◆	
Regno Unito					◆		Obblig 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: Amundi, febbraio 2024. Opinioni rispetto a un investitore con base in euro. Questo materiale rappresenta una valutazione del contesto di mercato in un momento specifico e non intende essere una previsione di eventi futuri né una garanzia di risultati futuri. Queste informazioni non dovrebbero essere utilizzate dal lettore come ricerca, consulenza in materia di investimenti o una raccomandazione riguardante qualsiasi fondo o qualsiasi garanzia in particolare. Le presenti informazioni hanno esclusivamente finalità illustrativa e divulgativa e sono soggette a modifiche. Queste informazioni non rappresentano l'attuale, passata o futura asset allocation o portafoglio di qualsiasi prodotto Amundi.

In un mondo sempre più complesso e mutevole, gli investitori hanno espresso la necessità di comprendere meglio il contesto di riferimento e l'evoluzione delle scelte di investimento al fine di definire la loro asset allocation e contribuire a costruire i loro portafogli. Al centro del processo di investimento globale, l'obiettivo di Amundi Investment Institute è quello di fornire leadership di pensiero, rafforzare la consulenza, la formazione e il dialogo costante su questi argomenti in tutte le asset class per tutti i suoi clienti - distributori, istituzioni e imprese. Amundi Investment Institute riunisce le attività di ricerca, strategia di mercato, analisi degli investimenti e consulenza sull'asset allocation di Amundi. Il suo obiettivo è quello di proiettare le opinioni e le raccomandazioni in termini di investimento di Amundi.

Visit us on:



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



Amundi Investment Institute

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

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

CARULLA Pol, *Investment Insights and Client Division Specialist*

DHINGRA Ujjwal, *Investment Insights and Client Division Specialist*

NIALL Paula, *Investment Insights and Client Division Specialist*

PANELLI Francesca, *Investment Insights and Client Division Specialist*

INFORMAZIONI IMPORTANTI

I contenuti di questa comunicazione hanno carattere puramente informativo. I dati, le opinioni e le informazioni in essa contenute sono prodotti da Amundi sulla base di fonti considerate affidabili al momento della redazione. Amundi si riserva il diritto di modificare ed aggiornare la presente informativa in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori eventualmente citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non sono da intendere come una comunicazione di marketing, una raccomandazione di investimento, un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o una proposta contrattuale, né come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non rispettano i requisiti di indipendenza imposti per la ricerca finanziaria e non sono sottoposte ad alcun divieto in ordine alla effettuazione di negoziazione prima della diffusione. Le informazioni fornite non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a servizi, strumenti e prodotti finanziari. Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita, diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione relativa al servizio, allo strumento e al prodotto finanziario oggetto dell'operazione, la cui sussistenza è disposta dalla applicabile normativa di legge e regolamentare tempo per tempo vigente. La presente comunicazione non è diretta a "US Person".

Data del primo utilizzo: 1° marzo 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.