



**BANCA
GENERALI**
PRIVATE

QUADRO MACROECONOMICO 2

RISCHI GEOPOLITICI 4

ANDAMENTO MERCATI FINANZIARI 5

OUTLOOK 7

ASSET ALLOCATION 8

INVESTMENT MONTHLY

SETTEMBRE 2024

Direzione Financial Advisory | Markets Strategy

Il mese di agosto sui mercati finanziari è stato caratterizzato da episodi di aumentata volatilità, dettata da crescenti timori degli operatori circa il possibile verificarsi di una recessione negli Stati Uniti. La debolezza degli ultimi dati riguardanti il mercato del lavoro negli USA e il mancato supporto da parte della Fed, che ha mantenuto invariati i tassi di interesse nel FOMC di luglio, hanno alimentato l'incertezza, soprattutto nella prima parte del mese.

La politica monetaria globale è ancora nelle fasi iniziali di un ciclo di allentamento asincrono nei vari Paesi. Anche gli Stati Uniti si stanno unendo a questa tendenza: nel suo intervento al simposio di Jackson Hole, Powell ha affermando che «la direzione del viaggio è chiara». Permane, tuttavia, incertezza sull'entità delle manovre che da qui a fine anno saranno intraprese dai maggiori istituti monetari, i quali hanno continuato a dichiararsi «data dependent».

STATI UNITI

Nel mese di agosto, i dati economici hanno confermato una relativa stabilità dell'attività economica statunitense. Dai dati preliminari di agosto, l'indice PMI composito si è attestato ancora in territorio di espansione (54,1), supportato principalmente dal settore dei servizi, il cui indice si è confermato oltre la soglia dei 55 punti. Persiste, invece, la debolezza dell'attività manifatturiera, il cui indice si è mantenuto sotto la soglia critica dei 50 punti, ad indicare una fase di persistente contrazione, per il secondo mese consecutivo. Anche l'indice ISM sullo stato di salute del settore manifatturiero è risultato ad agosto più basso delle attese (47,2 vs 47,5 atteso), seppur in lieve ripresa rispetto al mese precedente.

Un segnale ciclico molto forte in relazione alla tenuta dei consumi è giunto dalle vendite al dettaglio: nel mese di luglio sono rimbazzate del +1,0% su base mensile, ampiamente sopra le attese del +0,4%, guidate principalmente da un recupero nelle vendite di auto, ma anche dalla solidità del settore dell'elettronica. Il segnale positivo lato consumi è stato accompagnato dall'ottimismo emerso dall'indagine sulla fiducia dei consumatori a cura del Conference Board per il mese di agosto, che ha raggiunto il livello più alto degli ultimi sei mesi: nonostante un dato ancora al di sotto dei livelli pre-pandemia a causa di un costo della vita più elevato, la prospettiva di un taglio dei tassi di interesse imminente da parte della Fed ha contribuito al sentiment positivo dei consumatori.

Segnali incoraggianti sono giunti anche dai dati di inflazione, con l'indice dei prezzi al consumo in rallentamento. A luglio la variazione annua del tasso di inflazione è stata di +2,9% per la misura headline (+3,0% a giugno) e +3,2% per la core (+3,3% a giugno).

Nel FOMC di luglio, la Federal Reserve ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse al 5,25-5,50%, come ampiamente previsto, ma la maggioranza dei funzionari della Fed, fiduciosi della direzione dell'inflazione, si sono dichiarati «pronti» ad allentare la politica monetaria a settembre. Questo cambio di rotta è stato ancora più esplicito durante l'intervento di Jerome Powell a Jackson Hole, l'annuale simposio di economia e politica monetaria organizzato dalla Federal Reserve di Kansas City. Il presidente della Fed ha affermato che «è giunto il momento» per un aggiustamento della politica monetaria negli USA proprio in virtù dei progressi nel percorso di rientro dell'inflazione verso il target, ma non ha fornito dettagli né sul timing né sull'entità dei possibili interventi, mantenendo un approccio *data-dependent*. Sempre J. Powell nel suo intervento ha fatto esplicito riferimento all'attenzione che la Fed porrà nel sostenere il mercato del lavoro, riconoscendo che i rischi al ribasso per l'occupazione stanno aumentando. Proprio l'ultima lettura delle stime sulle buste paga non agricole da parte del Bureau for Labor Statistics ha infatti generato apprensione tra gli investitori: l'economia statunitense ha creato 818 mila posti di lavoro in meno rispetto a quanto riportato nel rapporto precedente relativamente al periodo aprile 2023-marzo 2024.

Andamento PMI Composite

Fonte: B.G. Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024

	ago-24	giu-24	mag-24	apr-24	mar-24	feb-24	gen-24	dic-23	nov-23	ott-23	set-23	ago-23	lug-23	giu-23
Eurozone	51,2	50,9	52,2	51,7	50,3	49,2	47,9	47,6	47,6	46,5	47,2	46,7	48,6	49,9
Germany	48,5	50,4	52,4	50,6	47,7	46,3	47	47,4	47,8	45,9	46,4	44,6	48,5	50,6
Italy	n.d.	51,3	52,3	52,6	53,5	51,1	50,7	48,6	48,1	47	49,2	48,2	48,9	49,7
UK	53,4	52,3	53	54,1	52,8	53	52,9	52,1	50,7	48,7	48,5	48,6	50,8	52,8
USA	54,1	54,8	54,5	51,3	52,1	52,5	52	50,9	50,7	50,7	50,2	50,2	52	53,2
Japan	53	49,7	52,6	52,3	51,7	50,6	51,5	50	49,6	50,5	52,1	52,6	52,2	52,1
China	n.d.	52,8	54,1	52,8	52,7	52,5	52,5	52,6	51,6	50	50,9	51,7	51,9	52,5
Emerging	n.d.	53,3	54,4	53,6	53,7	53,4	53,5	53,1	52	51,1	52	52,7	53	53,5
World	n.d.	52,9	53,7	52,4	52,3	52,1	51,8	51	50,5	50	50,5	50,6	51,7	52,7

Stime del PIL per Paese

Fonte: Generali Asset Management, Market Perspectives, September 2024; Bloomberg Consensus al 02 settembre 2024

	2024		2025			2024		2025	
	GenAm	BLG	GenAm	BLG		GenAm	BLG	GenAm	BLG
World	3,0	3,1	3,0	3,1	Argentina	-3,6			3,0
Australia		1,2		2,1	Brazil		2,2		2,0
Canada		1,0		1,7	China	5,0	4,8	4,5	4,5
Euro Area	0,7	0,7	1,3	1,4	India ^(*)		6,9		6,6
Germany	0,0	0,1	1,0	1,0	Indonesia		5,0		5,1
Italy	0,8	0,8	0,9	1,0	Mexico		1,8		1,7
France	1,1	1,1	1,1	1,2	Russia		3,3		1,6
Japan	0,2	0,1	1,2	1,2	Saudi Arabia		1,5		4,5
Korea		2,5		2,1	South Africa		1,0		1,6
UK	0,8	1,0	1,1	1,3	Turkey		3,3		3,0
USA	2,6	2,5	1,8	1,7			2,5		2,6

EUROPA

I dati sul ciclo economico nell'Eurozona pubblicati nel corso del mese di agosto si sono dimostrati contrastanti. Se da un lato l'indice PMI Composito è aumentato a 51,2 da 50,2, superando le stime di consensus e confermando la fase di espansione dell'economia del blocco, guidato dalla resilienza del settore dei servizi (PMI in rialzo a 53,3 da 51,9), il settore manifatturiero è rimasto ampiamente in territorio di contrazione, guidato soprattutto dalla debolezza della Germania. È emersa debolezza anche dal dato sulle vendite al dettaglio di giugno, che ha indicato nuovamente una contrazione dei consumi dopo la lieve ripresa registrata nel mese di giugno (-0,3% m/m dopo 0,1% precedente). Il rallentamento dei consumi si è riflesso anche nella riduzione delle pressioni inflattive. La lettura preliminare dell'indice dei prezzi al consumo in Eurozona per il mese di agosto ha mostrato un rallentamento da 2,6% a/a a 2,2% a/a, un valore molto vicino al target della BCE. L'inflazione Core, tuttavia, è rimasta sostenuta nel mese, attorno al valore di 2,8% a/a. Nel suo intervento al simposio di Jackson Hole, il capo economista della BCE, Philip Lane, ha affermato che la BCE intende raggiungere l'obiettivo di inflazione del 2% in maniera sostenibile e che tali circostanze al momento non possono dirsi verificate.

GIAPPONE

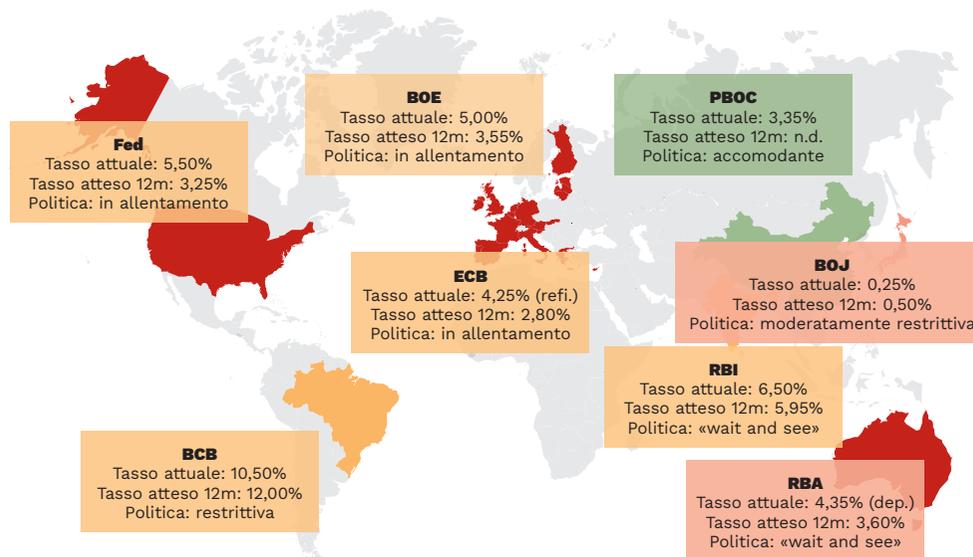
L'economia giapponese ha mostrato un consolidamento della sua fase di ripresa: il PIL per il 2Q ha evidenziato una crescita del +0,8% t/t (+3,1% t/t ann.), superando a sorpresa le stime di consensus che vedevano una contrazione del -0,6% t/t e confermando la visione della BoJ di una potenziale accelerazione nel circolo virtuoso di crescita di reddito e spesa. Segnali positivi sono giunti anche dai leading indicators, con il PMI composito a 53, in rialzo rispetto al 52,5 precedente. A trainare il dato è stata la componente servizi, attestatasi attorno ai 54 punti. Il fermento delle attività ha contribuito al rialzo dell'inflazione core di luglio dal 2,6% al 2,7%: anche in questo caso a conferma della visione della BoJ, rivolta alla possibile persistenza di pressioni inflattive nell'economia domestica.

CINA

I dati economici cinesi pubblicati a luglio hanno confermato un'economia che fatica a ripartire ad un ritmo sostenuto. L'indice PMI Composito ad agosto è rimasto stabile (50,1 da 50,2), ma l'indice relativo all'attività manifatturiera ha raggiunto i minimi degli ultimi sei mesi (da 49,4 a 49,1), a conferma delle persistenti difficoltà dell'economia cinese. Anche i consumi interni rimangono deboli, con le vendite al dettaglio aumentate marginalmente dopo il minimo toccato a giugno (2%), registrando una crescita del 2,7% a/a. Anche la produzione industriale ha confermato uno slancio dell'economia in fase di rallentamento, registrando una crescita del 5,1%, in calo rispetto al 5,3% del mese precedente e sotto le stime di consensus. Preoccupante, inoltre, il rallentamento degli investimenti in attività immobilizzate, cresciuti solo del 3,6% da inizio anno, dal 3,9% registrato nei primi sei mesi. Dopo l'allentamento monetario dello scorso luglio, la PBoC ha mantenuto invariati i principali tassi di interesse ad agosto, in linea con le aspettative del mercato. Il governatore della PBoC ha affermato che l'istituto vuole consolidare "una politica monetaria prudente in modo preciso ed efficace" e stimolare "l'attuazione delle politiche finanziarie", tenendo al contempo una liquidità ragionevole e ampia nel sistema bancario. Allo stesso tempo, la Banca centrale punta ad aderire a una posizione di politica monetaria di supporto al fine di stabilizzare le aspettative e aumentare la fiducia a sostegno della ripresa economica.

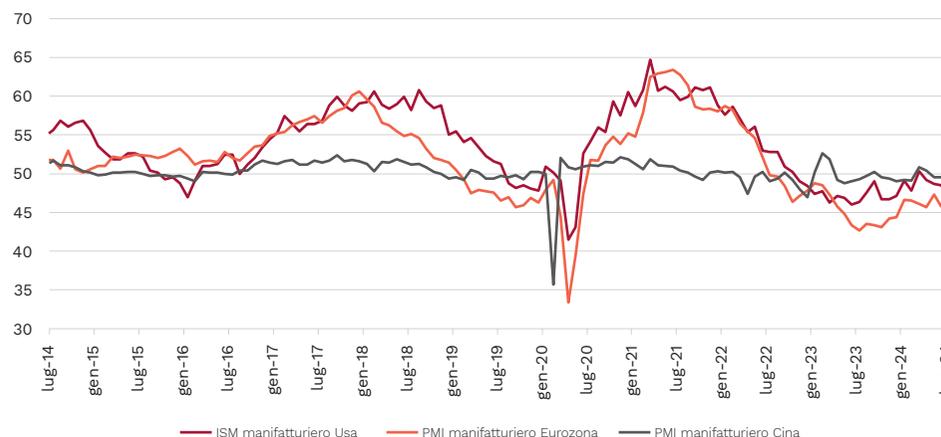
Politiche Monetarie Banche Centrali

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024

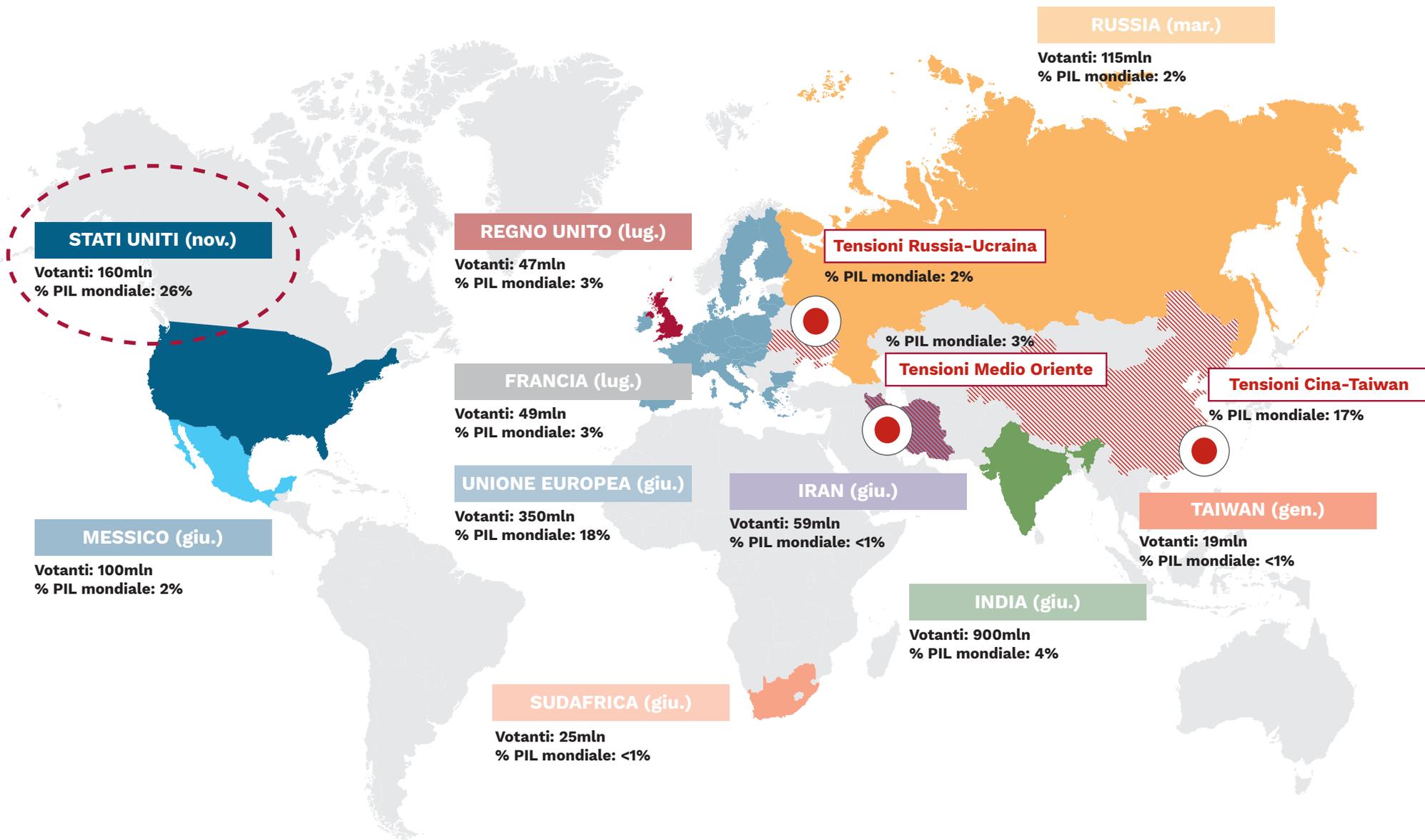


Business Confidence nel Settore Manifatturiero

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Fonte: BG Markets Strategy, 02 settembre 2024



Obbligazionario-Forex-Commodities

Nel mese di agosto è continuato l'andamento positivo dei rendimenti governativi europei, con una performance omogenea tra centro e periferia. Positiva la performance dei governativi USA. Tuttavia, ad un ulteriore andamento stand alone positivo si è accompagnato un forte deprezzamento del biglietto verde contro l'EUR che ha determinato una performance negativa in EUR del comparto governativo in USD.

Negli Stati Uniti, la performance positiva in local currency è stata registrata soprattutto nella prima e nell'ultima settimana del mese. Ad inizio agosto i mercati hanno incamerato una serie di dati macroeconomici che sembravano dipingere un'economia USA in deciso rallentamento. Il mese è quindi culminato con le parole del presidente della Fed Jerome Powell al meeting di Jackson Hole, che ha sottolineato come «il tempo è giunto» per un allentamento della politica monetaria. Il mercato dei titoli governativi ha quindi incamerato progressivamente le attese di un imminente taglio dei tassi Fed che ha portato una forte riduzione dei rendimenti sia a breve che a lungo termine, con il Treasury a due anni che si è attestato a 3,92% (-34bps) e la scadenza a dieci anni che ha raggiunto il 3,90% (-12bps). Si è ridotto ulteriormente il grado di inversione della curva, con il tratto 2-10 anni ormai a quota -2 bps.

Il forte ribasso dei rendimenti americani non è stato seguito da un movimento su quelli europei di pari misura, causando il forte deprezzamento del USD nei confronti dell'EUR.

In Eurozona infatti il ribasso dei rendimenti governativi si è accumulato soprattutto ad inizio mese sulla scia del calo dei rendimenti governativi americani e delle dichiarazioni della Bank of Japan, con conseguente sell-off sui mercati azionari.

In tale contesto si è assistito ad un ribasso nei rendimenti dei Bund: il 2 anni è sceso a 2,39% (-14 bps) e il 10 anni è rimasto pressoché invariato nel mese al 2,30%. I titoli italiani hanno visto un ribasso nei rendimenti sulla scadenza a due anni, al 2,90% (-7 bps), mentre sono aumentati i rendimenti su quella a dieci anni, al 3,70% (+5 bps).

Risultato positivo il valuta locale del comparto corporate su entrambe le sponde dell'Atlantico. La performance in campo americano è stata tuttavia fortemente colpita dall'indebolimento del USD, che ne ha determinato una performance negativa in EUR.

La dinamica al ribasso dell'USD è emersa sia contro un paniere di valute dei Paesi sviluppati che contro un paniere di valute di Paesi emergenti.

Per quanto attiene le commodity, si è assistito ad un deciso rialzo dell'oro, inversamente correlato all'andamento dei rendimenti a lunga scadenza statunitensi e all'USD.

Performance negativa per il petrolio.

Indici Total Return	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2023
REDDITO FISSO					
CASH INDEX	EUR	0,3%	1,0%	2,7%	3,4%
GOVERNATIVI ITALIA	EUR	0,3%	2,9%	2,6%	9,3%
GOVERNATIVI GERMANIA	EUR	0,4%	3,4%	-0,2%	5,6%
GOVERNATIVI EUROZONA	EUR	0,4%	2,9%	0,7%	7,1%
CORPORATE EURO	EUR	0,3%	2,7%	2,5%	8,2%
HIGH YIELD EURO	EUR	1,0%	2,4%	4,1%	11,8%
GREEN BOND EURO	EUR	0,4%	2,8%	1,2%	8,4%
BLG MSCI CORP SRI EURO	EUR	0,3%	2,7%	2,6%	8,2%
GOVERNATIVI USA	USD	1,3%	4,5%	2,6%	4,1%
CORPORATE USA	USD	1,7%	5,1%	3,2%	9,4%
HIGH YIELD USA	USD	1,5%	4,7%	6,0%	12,9%
GREEN BOND USA	USD	1,4%	4,1%	3,7%	6,6%
BLG MSCI CORP SRI USA	USD	1,5%	4,6%	3,5%	8,5%
EMERGENTI HARD CURR.	USD	2,3%	4,9%	6,1%	10,4%
EMERGENTI LOCAL CURR.	USD	3,1%	5,0%	2,4%	13,2%
GOVERNATIVI USA	EUR	-0,7%	2,7%	2,5%	1,0%
CORPORATE USA	EUR	-0,4%	3,3%	3,1%	6,4%
HIGH YIELD USA	EUR	-0,5%	2,8%	6,0%	9,9%
GREEN BOND USA	EUR	-0,8%	2,1%	3,5%	3,0%
BLG MSCI CORP SRI USA	EUR	-0,7%	2,6%	3,3%	4,8%
EMERGENTI HARD CURR.	EUR	0,3%	3,1%	6,0%	7,4%
EMERGENTI LOCAL CURR.	EUR	1,1%	3,1%	2,3%	10,2%
DIVISE					
EUR/USD (var. % USD vs EUR)		-2,0%	-1,8%	-0,1%	-3,0%
DOLLAR INDEX (USD vs DM)		-2,3%	-2,8%	0,4%	-2,1%
USD vs paniere EME		0,0%	1,7%	5,0%	3,7%
COMMODITY					
GOLD	USD	2,3%	7,6%	21,3%	13,1%
PETROLIO (WTI)	USD	-5,6%	-4,5%	2,7%	-10,7%

divisa in cui viene calcolato il rendimento totale - Dati aggiornati al 30/08/2024

** Dollar Index (57,6% eur - 13,6% jpy - 11,9% gbp - 9,1% cad - 4,2% SEK - 3,6% chf) - Fonte dati: Morningstar

Azionario

Dopo un inizio di mese caratterizzato dalle vendite, i principali mercati azionari mondiali hanno messo a segno un forte rimbalzo per le attese che l'inizio di una fase espansiva di politica monetaria da parte della Fed possa sostenere la crescita economica globale. L'indice MSCI ACWI ha chiuso il mese di agosto con un rialzo del 2,4%.

In USA, le vendite nel corso della prima settimana del mese sono state causate dall'andamento peggiore delle attese dell'ISM manifatturiero, sceso ulteriormente in territorio recessivo, e del mercato del lavoro di luglio, oltre che da un. Il rimbalzo dei mercati azionari è cominciato dopo che i dati economici pubblicati nelle settimane successive (ad esempio l'ISM non manifatturiero e le vendite al dettaglio) hanno smorzato i timori sulle prospettive di crescita e il presidente della Federal Reserve Jerome Powell ha indicato nel suo intervento al simposio di Jackson Hole che è arrivato il momento di un primo taglio dei tassi sui Fed Fund. La discesa dei rendimenti dei governativi a lungo termine ha favorito in particolare il settore dei consumer staples (5,8%) e il real estate (5,6%) mentre hanno registrato una flessione il consumer discretionary (-1,1%), per i timori che il rallentamento del mercato del lavoro possa portare a un calo dei consumi, e l'energetico (-2,3%), per il calo del prezzo del petrolio. Performance contenuta per l'info tech, su cui l'entusiasmo degli investitori sembra essere diminuito dopo il sell-off di fine luglio/inizio agosto.

In Europa, i maggiori listini hanno visto un andamento simile a quello degli indici statunitensi, con l'indice MSCI Europe in rialzo dell'1,4%. I timori che l'andamento peggiore delle attese dell'inflazione nel mese di luglio potesse ostacolare nuovi tagli dei tassi da parte della BCE sono stati smorzati dalle dichiarazioni di alcuni banchieri centrali che hanno evidenziato la necessità di intervenire a sostegno della crescita economica dopo che sia gli indici PMI manifatturieri che l'IFO tedesco hanno registrato valori inferiori alle stime di consensus e in linea con un rallentamento del settore. A livello nazionale la migliore performance è stata registrata dall'Ibex spagnolo (3,0%), che ha beneficiato della forte esposizione a utility e società real estate, tra le maggiori beneficiarie del calo dei rendimenti dei governativi delle ultime settimane. Performance positiva anche per il Dax tedesco (2,2%), nonostante la contrazione del Pil dello 0,1% in Q2 '24. Il FTSE100 inglese ha sottoperformato (0,1%) dopo che il taglio dei tassi di 25bps da parte della BoE è stato deciso da una maggioranza risicata.

In Asia, il Nikkei giapponese ha registrato una forte volatilità nel mese di agosto a causa dell'apprezzamento dello JPY nei confronti dello USD. Nella seduta del 5 agosto il Nikkei ha chiuso in calo del 12,4%, salvo poi recuperare oltre il 10% nella seduta successiva. Il bilancio di fine mese vede il Nikkei chiudere in ribasso dell'1,2%. La borsa di Shanghai è rimasta debole (-3,3%) sulla scia dei deboli dati economici e la mancanza di stimoli fiscali e monetari mentre quella di Hong Kong ha sovraperformato (3,7%) per le attese che le società a maggiore capitalizzazione dei listini stiano già scontando lo scenario economico peggiore.

Indici azionari	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2023
MSCI ACWI ESG Leaders	USD	2,3%	5,6%	14,9%	21,0%
MSCI ACWI	USD	2,4%	6,1%	14,7%	20,1%
S&P 500 ESG Leaders Index	USD	1,4%	6,7%	18,5%	28,9%
S&P 500 INDEX	USD	2,3%	7,0%	18,4%	24,2%
NIKKEI 225	JPY	-1,2%	0,4%	15,5%	28,2%
MSCI Europe ESG Index	EUR	1,3%	1,0%	10,9%	14,0%
MSCI EUROPE	EUR	1,4%	1,4%	9,6%	12,7%
DAX INDEX	EUR	2,2%	2,2%	12,9%	20,3%
CAC 40 INDEX	EUR	1,3%	-4,5%	1,2%	16,5%
FTSE MIB INDEX	EUR	1,8%	-0,3%	13,2%	28,0%
IBEX 35 INDEX	EUR	3,0%	0,7%	12,9%	22,8%
FTSE 100 INDEX	GBP	0,1%	1,2%	8,3%	3,8%
MSCI EM ESG LEADERS	USD	2,8%	6,8%	10,3%	3,7%
MSCI EMERGING MARKET	USD	1,4%	4,9%	7,4%	7,0%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead.	USD	3,1%	6,8%	12,5%	0,2%
MSCI AC ASIA x JAPAN	USD	1,8%	5,1%	9,8%	3,6%
MSCI EM LATIN AMERICA	USD	1,8%	-4,2%	-15,9%	25,1%

Indici azionari convertiti in EURO	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2023
MSCI ACWI ESG Leaders €	EUR	0,1%	3,7%	15,1%	17,2%
MSCI ACWI €	EUR	0,2%	4,2%	14,8%	16,3%
S&P 500 ESG Leaders Index €	EUR	-0,8%	4,8%	18,7%	24,8%
S&P 500 INDEX €	EUR	0,1%	5,1%	18,6%	20,3%
NIKKEI 225 €	EUR	-0,5%	6,0%	11,4%	15,5%
FTSE 100 INDEX €	EUR	0,1%	2,4%	11,5%	6,0%
MSCI EM ESG LEADERS €	EUR	0,6%	4,9%	10,4%	0,4%
MSCI EMERGING MARKET €	EUR	-0,8%	2,9%	7,6%	3,6%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead. €	EUR	0,9%	4,8%	12,6%	-3,0%
MSCI AC ASIA x JAPAN €	EUR	-0,5%	3,1%	10,0%	0,3%
MSCI EM LATIN AMERICA €	EUR	-0,4%	-6,0%	-15,8%	21,1%

divisa in cui viene calcolato il rendimento totale - Dati aggiornati al 30/08/2024

CRESCITA ECONOMICA

La crescita economica mondiale è attesa consolidarsi su un livello di poco superiore al 3%. Politiche monetarie espansive nelle principali economie favoriranno la ripresa dell'attività economica.

Lo scenario economico è proiettato verso un «soft landing» delle attività nelle principali economie.

La probabilità associate al verificarsi di uno scenario recessivo si confermano contenute.

INFLAZIONE

Negli Stati Uniti e pressioni inflazionistiche si stanno attenuando, e i rischi al rialzo per l'inflazione sono diminuiti. Tuttavia, il target di inflazione del 2% della Fed appare sempre più come una soglia minima di riferimento che come un vero e proprio obiettivo da raggiungere in maniera sostenibile.

In Eurozona, l'inflazione potrebbe mostrarsi vischiosa e porre maggiori sfide in capo alla BCE nel raggiungimento sostenibile del target.

BANCHE CENTRALI

Le principali banche centrali hanno già intrapreso, o sono prossime ad intraprendere, politiche monetarie espansive.

La Federal Reserve effettuerà un primo taglio dei tassi di riferimento al FOMC di settembre. L'entità di questo primo intervento, tuttavia, potrà essere inferiore rispetto a quanto stimato e concretizzarsi in un ribasso di 25 punti base.

La BCE sarà cauta dell'intraprendere una manovra accelerata di riduzione dei tassi di interesse, poiché il ritorno sostenibile all'obiettivo di inflazione nel blocco europeo è ancora incerto.

RISCHI

Le principali fonti di rischio nell'attuale scenario economico sono rappresentate dalle tensioni geopolitiche in atto: il loro acuirsi avrebbe effetti sul rincaro dei prezzi delle materie prime e, di riflesso, sull'inflazione, con conseguenti politiche monetarie restrittive più a lungo del previsto e potenziali effetti negativi sulla crescita economica.

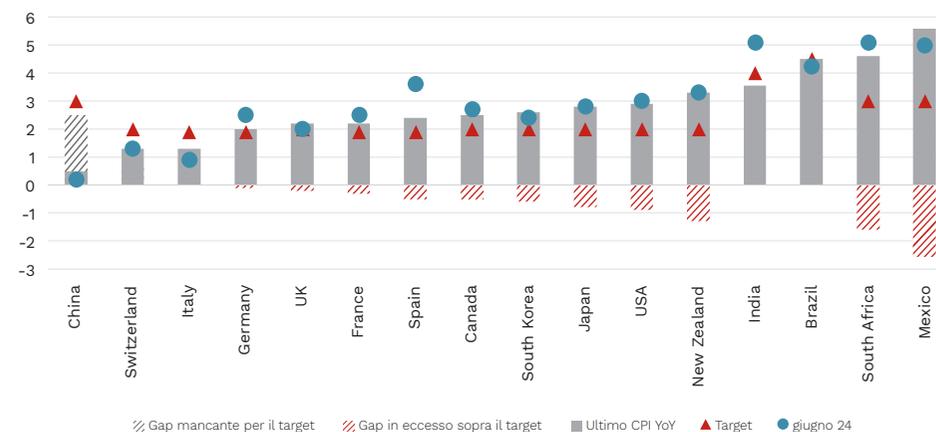
Seppur contenuti, sono aumentati i rischi che le politiche monetarie restrittive sinora intraprese nelle principali economie possano condurre ad un rallentamento più marcato delle attese in questi Paesi.

L'effetto che rendimenti benchmark più elevati potrebbero avere sul costo del debito per gli emittenti costituisce un *tail risk* da monitorare.

Gli sviluppi della campagna elettorale negli Stati Uniti potrebbero determinare un incremento della volatilità sui mercati finanziari.

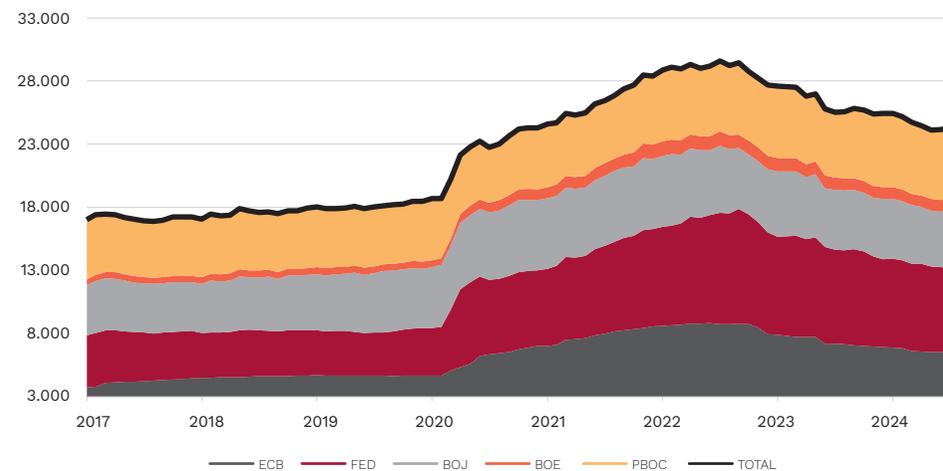
Inflazione headline per Paese (a/a %) vs Target Banche Centrali

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Totale attivi di bilancio BCE, Fed, BOJ, PBOC (mld di EUR)

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



ASSET ALLOCATION

ASSET CLASS (AA STRATEGICA)	ASSET ALLOCATION TATTICA						
	SUB-ASSET CLASS	(--)	(-)	(0)	(+)	(++)	Var. 1M
CASH INSTRUMENTS (- -)	CASH INSTRUMENTS	✓					
BONDS (+ +)	GOVERNATIVI					✓	↔
	EURO					✓	↔
	NON EURO					✓	↔
	CORPORATE			✓			↔
	EURO INV. GRADE				✓		↔
	EURO SUB INV. GRADE		✓				↔
	NON EURO INV. GRADE				✓		↔
	NON EURO SUB INV. GRADE		✓				↔
	EMERGENTI			✓			↔
EQUITIES (0)	EUROPA			✓			↔
	USA			✓			↑
	GIAPPONE				✓		↔
	CINA		✓				↓
	EMERGENTI			✓			↔

Fonte: BG Markets Strategy, settembre 2024

OBBLIGAZIONI

La Fed ha ceduto ad un'apertura chiara ad un rilassamento della politica monetaria tramite le parole del suo presidente Jerome Powell. I mercati mostrano attese di almeno tre/quattro tagli dei tassi di interesse entro la fine dell'anno e discutono ora sulla velocità con cui la Fed andrà ad implementarli.

In Europa, alla stabilità dell'inflazione tra il 2,5-3% si contrappone un'economia tedesca sempre più in affanno. Malgrado la BCE rimanga stretta nel credo *data dependent*, sembra inevitabile un'ulteriore rilassamento monetario entro la fine dell'anno, soprattutto considerando la svolta annunciata sulla sponda americana dell'Atlantico. I mercati si scontano al momento almeno altri due/tre tagli BCE entro dicembre.

Il *carry* offerto dal comparto obbligazionario risulta al momento ancora interessante, considerata la dinamica di tagli dei tassi attesa dagli operatori di mercato. Inoltre i segnali di debolezza dell'economia sia in USA che in Germania non escludono possibili accelerazioni al rientro delle politiche monetarie restrittive, prospettando così possibili guadagni in conto capitale per l'investimento obbligazionario qualora tale dinamica prendesse piede.

Si mantiene il posizionamento sul comparto obbligazionario di massimo sovrappeso.

AZIONI

Dopo che il presidente della Federal Reserve Jerome Powell ha confermato nel suo intervento al simposio di Jackson Hole che è arrivato il momento di un primo taglio dei tassi sui Fed Fund, l'attenzione degli investitori si concentrerà sulle prospettive della crescita economica. L'inizio di una politica monetaria espansiva da parte della Fed, che va a unirsi al primo taglio dei tassi già deciso da BCE e BoE, è la conferma che i banchieri centrali non ritengono più prevalente il rischio del permanere dell'inflazione su livelli troppo elevati troppo a lungo. Al contrario, nelle ultime settimane sono emerse alcuni elementi di incertezza sull'andamento della crescita anche in USA, in particolare con riferimento all'andamento del mercato del lavoro in luglio e alla revisione massiccia dei dati dei mesi precedenti. Lo scenario di un *soft landing* rimane, però, prevalente.

Il taglio dei tassi della Fed in presenza di un *soft landing* dell'economia potrebbe sostenere i mercati azionari nell'ultima parte dell'anno anche se i progressi potrebbero essere contenuti a causa di valutazioni in termini di multipli di bilancio superiori alla media storica in USA.

Si mantiene, quindi, l'attuale posizionamento di neutralità sull'azionario globale.

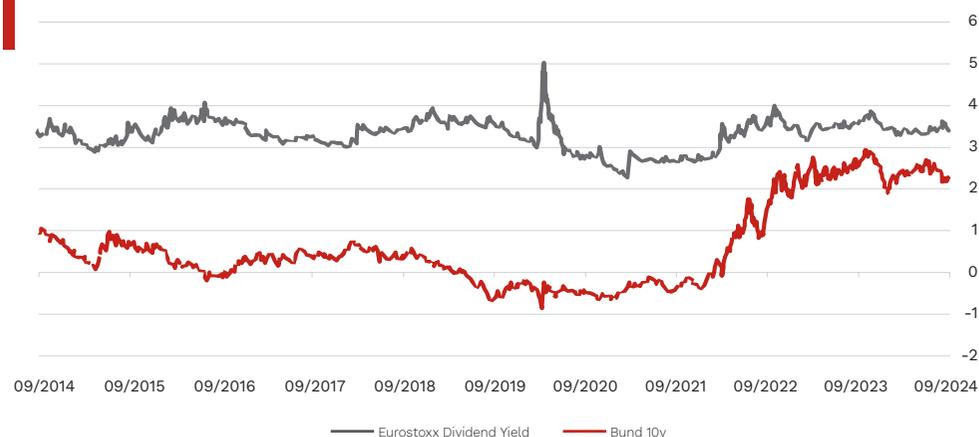
LIQUIDITÀ

Dalla combinazione di un posizionamento di massimo sovrappeso sul comparto obbligazionario, inteso come una maggiore esposizione a strumenti obbligazionari con durata superiore ai 12 mesi, e di un contestuale approccio di neutralità sull'asset class azionaria, deriva la propensione per un deciso sottopeso della liquidità, intesa come esposizione a strumenti con durata inferiore ai 12 mesi.

Si conferma il posizionamento di massimo sottopeso.

Dividend yield vs. bond yield in Europa

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Rendimento principali curve governative

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024

	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr
EMISSIONI IN EURO								
GERMANIA	2,39	2,19	2,19	2,15	2,30	2,49	2,58	2,55
IRLANDA	2,51	2,36	2,38	2,45	2,67	2,79	2,97	3,00
FRANCIA	2,63	2,60	2,66	2,78	3,03	3,25	3,40	3,58
PORTOGALLO	2,54	2,41	2,47	2,60	2,91	3,22	3,44	3,58
SPAGNA	2,68	2,62	2,68	2,84	3,13	3,47		3,82
ITALIA	2,91	2,87	3,12	3,39	3,70	4,09	4,22	4,36
GRECIA	2,33	2,47	2,73	3,05	3,36	3,67	3,81	4,06
EMISSIONI IN VALUTA LOCALE								
STATI UNITI	3,92	3,78	3,70	3,80	3,90		4,28	4,20
GIAPPONE	0,37	0,38	0,51	0,63	0,90	1,51	1,72	2,10
CINA	1,53	1,67	1,86	2,08	2,18			2,39
CANADA	3,33	3,17	3,04	3,07	3,16		3,27	3,27
NORVEGIA	3,56	3,25	3,20	3,26	3,35			
GRAN BRETAGNA	4,11	3,86	3,91	3,91	4,02	4,28	4,46	4,53
AUSTRALIA	3,67	3,55	3,59	3,79	3,97	4,21	4,46	4,50
NUOVA ZELANDA	4,10	3,86	3,87	4,07	4,27	4,48	4,65	

Obbligazioni

GOVERNATIVI EURO

I titoli governativi europei continuano ad offrire livelli di rendimento molto interessanti. A ciò si aggiunge il rafforzamento delle aspettative di riduzione dei tassi di riferimento nel breve-medio termine con conseguenziale maturazione di capital gain sul comparto. Si conferma quindi l'approccio costruttivo sull'asset class, con una relativa preferenza per l'investimento in titoli sovrano core.

Si conferma l'esposizione di sovrappeso al comparto.

GOVERNATIVI NON EURO

La svolta della Fed a Jackson Hole ha rafforzato le attese di una decisa dinamica di taglio dei tassi di interesse entro la fine dell'anno, rafforzando la possibilità di maturare interessanti capital gain nel breve medio termine. Inoltre il più che prolungato periodi di alti tassi di interesse ha mantenuto una forte attrattività dell'asset class.

Si conferma l'esposizione di sovrappeso al comparto.

CORPORATE EURO INVESTMENT GRADE

Il rischio di credito contenuto degli emittenti investment grade rende il segmento più correlato all'andamento del tasso rispetto a quello degli spread corporate. L'aumento delle probabilità di riduzione dei tassi nello scenario europeo permette di attendersi possibili guadagni su tale asset class, a cui si aggiungono *carry* attualmente ancora molto interessanti. Manteniamo comunque un focus verso gli emittenti ad alto rating per massimizzare l'esposizione alla dinamica dei tassi.

Si conferma l'esposizione di sovrappeso al comparto.

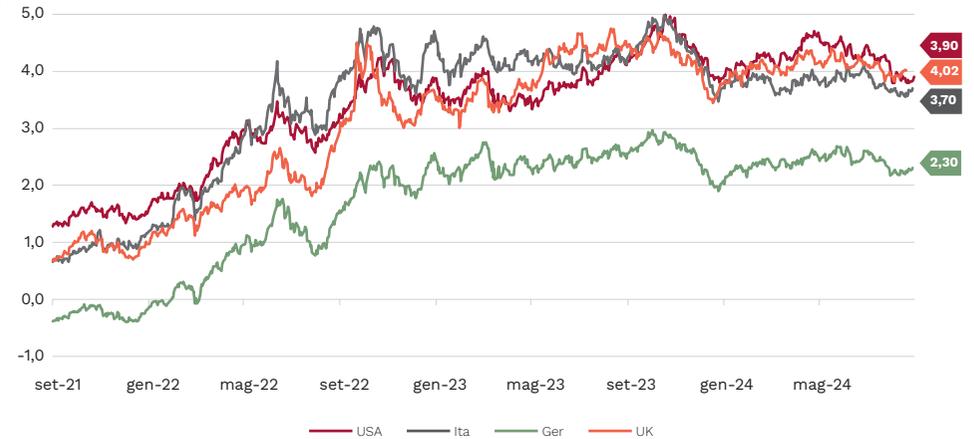
CORPORATE EURO SUB-INVESTMENT GRADE

Gli ulteriori segnali di indebolimento della principale economia europea crea non pochi timori sulla tenuta del debito delle società con basso rating creditizio. Dato un accumulato stock di debito ad un elevato livello di costo, si preferisce un approccio cauto sul comparto in oggetto. A queste considerazioni si aggiunge un livello di spread ad oggi ancora su livelli contenuti che si ritiene non sia sufficiente a remunerare l'esposizione al segmento.

Si conferma l'esposizione di sottopeso al comparto.

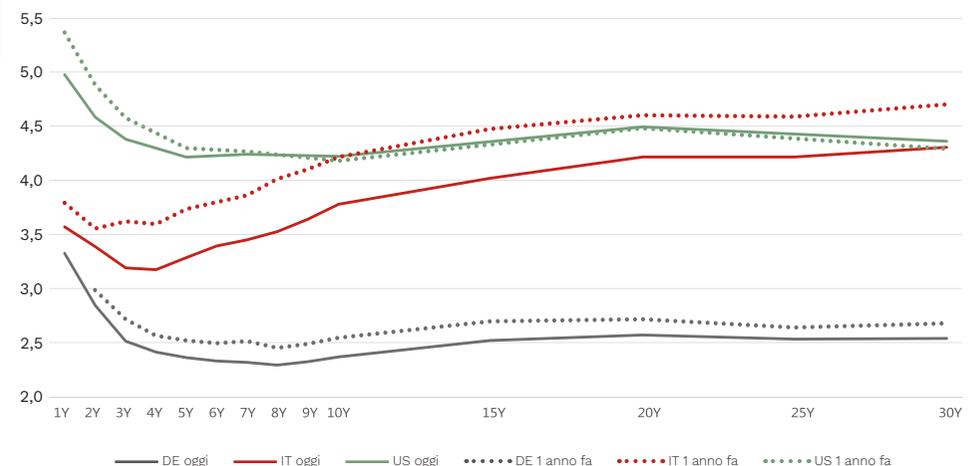
Rendimento decennale a 3 anni dei governativi di Stati Uniti, Italia, Germania e Gran Bretagna

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Curve governative, un anno fa e attuale

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Obbligazioni

CORPORATE NON EURO INVESTMENT GRADE

Date le maggiori attese di riduzione dei tassi di riferimento da parte della Fed, le considerazioni espresse per il comparto IG euro sono ancora più valide per la controparte americana. La sensibilità dell'asset class all'andamento dei tassi permette di mantenere attese di performance positive per la stessa.

■ **Si conferma un'esposizione al comparto di sovrappeso.**

CORPORATE NON EURO SUB-INVESTMENT GRADE

I segnali di rallentamento dell'economia americana sono da tenere bene presenti in ottica emittenti High Yield, i quali potrebbero essere le principali vittime della prolungata rigidità della Fed. A queste considerazioni si aggiunge un livello di spread ad oggi ancora su livelli contenuti che si ritiene non sia sufficiente a remunerare l'esposizione al segmento.

Anche per il comparto HY americano quindi, così come per quello euro, manteniamo un atteggiamento difensivo.

■ **Si conferma un'esposizione al comparto di sottopeso.**

PAESI EMERGENTI

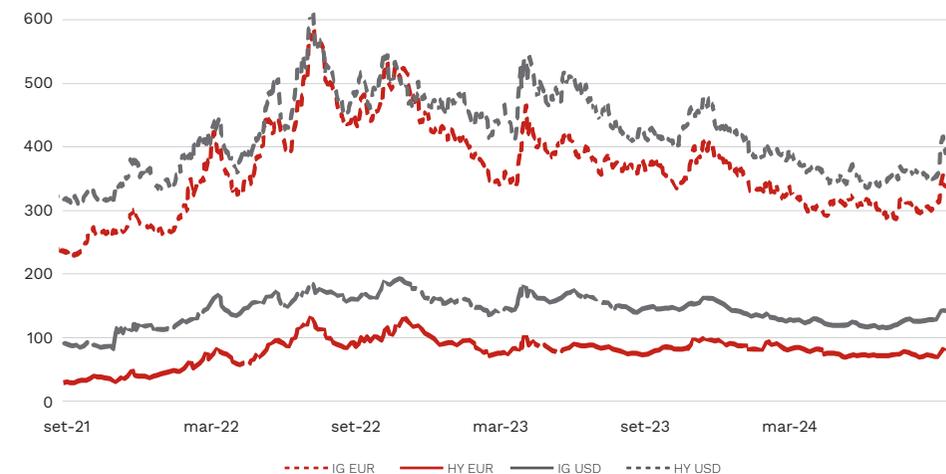
Nel corso dell'ultimo mese il comparto emergente in Hard Currency ha continuato a beneficiare della discesa dei rendimenti governativi USA. I livelli di *carry* sono ancora interessanti, soprattutto per gli emittenti investment grade.

Il comparto in Local Currency ha fatto registrare una performance positiva grazie all'indebolimento dello USD, al quale la categoria risulta inversamente correlata. Da tenere sempre sotto attenzione che la divergenza tra il livello dei tassi tra Fed e banche centrali dei Paesi emergenti potrebbero provocare volatilità sul fronte valutario. Ciò nonostante, resta l'opportunità di giovare di un alto *carry* offerto dalle curve governative di tali Paesi

■ **Si conferma l'esposizione di neutralità al comparto.**

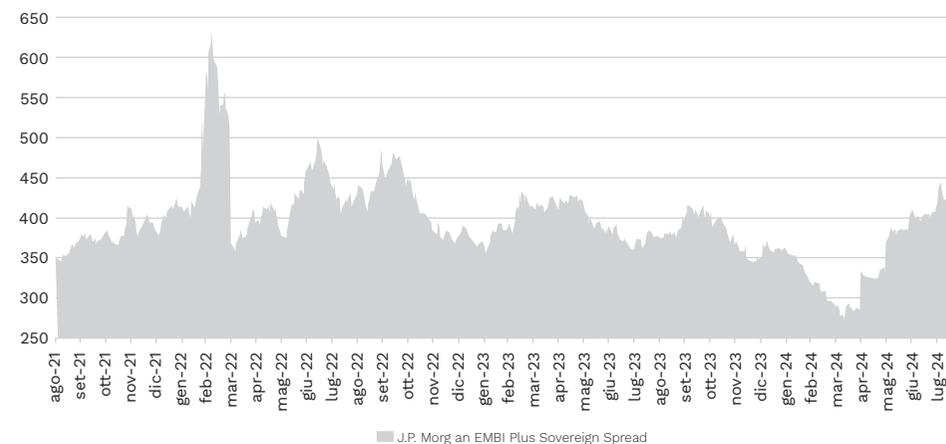
Andamento degli Spread Corporate vs. Curva Swap

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Spread emergenti hard currency

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Azioni

USA

In Usa, l'inizio di una fase di tagli dei tassi della Fed e il buono stato di salute delle maggiori società, come testimoniato dall'ultima stagione delle trimestrali, potrebbero sostenere il mercato azionario nelle prossime settimane. L'inizio di una fase di politica monetaria espansiva da parte della Fed, con i futures sui Fed Fund che scontano ora quasi 9 tagli dei tassi di 25bps entro la fine del 2025, avrebbe la conseguenza di aumentare la liquidità nel sistema economico, favorendo gli investimenti su Wall Street. Inoltre, il calo dei rendimenti dei governativi a lungo termine avrebbe la conseguenza di ridurre il tasso a cui vengono scontati i flussi di cassa futuri delle società, aumentandone la valutazione. Altro elemento positivo del taglio dei tassi è l'incremento di appeal per tutte quelle azioni che sono acquistate per il dividendo che viene distribuito agli azionisti. La stagione delle trimestrali, prossima alla conclusione con una crescita dell'EPS delle società dello S&P500 dell'11%, ha rafforzato la visione positiva degli analisti sulle prospettive reddituali nei prossimi mesi. Le stime di consensus sono per una crescita degli utili del 10,1% nel 2024 e del 15% nel 2025.

Tali elementi potrebbero compensare quotazioni in termini di multipli di bilancio elevate, che rappresentano un elemento di cautela. Il P/e forward dello S&P500 è, infatti, a 21,0x, contro una media degli ultimi 5 anni a 19,4x e degli ultimi 10 anni a 17,9x.

In tale scenario si porta il rating sull'azionario USA a piena neutralità.

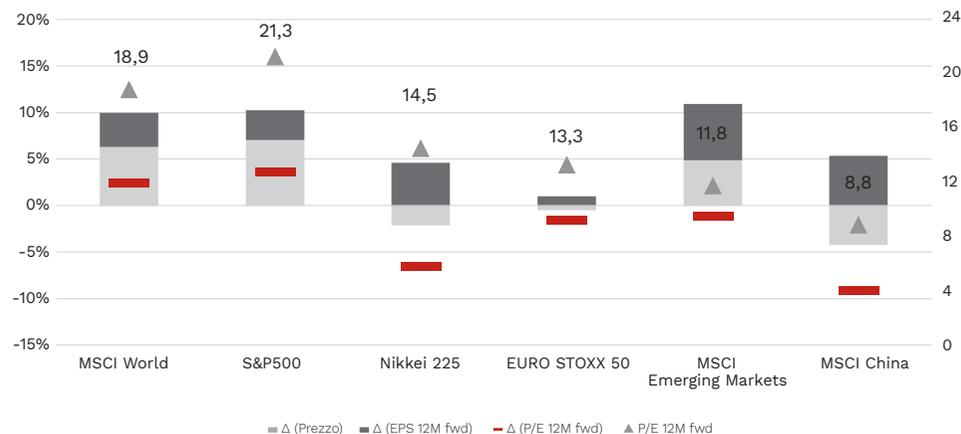
EUROPA

In Europa i dati economici pubblicati in agosto inducono alla cautela. Da una parte, l'inflazione è calata come da attese, con il dato preliminare generale di agosto in calo al 2,2% a/a (dal 2,6%) e quello core in riduzione dal 2,9% al 2,8% a/a. Dall'altra i leading indicator dell'economia, in particolare gli indici di fiducia delle imprese, continuano a indicare una crescita contenuta nella seconda parte dell'anno. In tale scenario, la BCE dovrebbe chiudere un occhio sulla recente dinamica dell'inflazione e decidere di procedere a nuovi tagli dei tassi nella seconda parte dell'anno. In attesa di vedere l'impatto del taglio dei tassi sulla crescita, gli investitori potrebbero mantenere un orientamento attendista sul mercato azionario europeo nonostante l'andamento migliore delle attese dell'ultima stagione delle trimestrali abbia evidenziato un buono stato di salute delle principali società. I risultati di Q2 '24 hanno, infatti, sorpreso gli analisti con una crescita dell'EPS del 2,2% a/a, superando le stime di consensus di oltre il 4%. A favore del mercato azionario europeo ci sono anche valutazioni in termini di multipli di bilancio in linea con la media di lungo periodo (13,5x).

In attesa di maggiori indicazioni su un miglioramento della crescita economica si conferma un orientamento neutrale sull'azionario europeo.

Variazione 3 mesi P/E 12m forward vs valore assoluto

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Price Earnings Ratio per Settori Stoxx 600

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024

Sector	set-24	ago-24	lug-24	giu-24	mar-24	dic-23	set-23	set-22	set-21	set-19	MIN 52W		MAX 52W	
	Last	1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data
	Construction & Materials	15,2	14,9	14,5	15,4	15,5	15,1	13,8	12,8	18,7	14,9	12,5	26/10/2023	16,0
Financial Services	16,2	15,9	15,7	14,9	15,9	15,2	11,9	11,9	16,8	16,5	10,3	03/10/2023	16,5	22/03/2024
Consumer Discretionary	13,0	12,6	12,6	13,0	13,5	12,3	11,4	10,2	15,6	12,1	10,5	27/10/2023	13,7	14/03/2024
Industrial	18,6	18,3	18,7	19,4	19,0	18,1	16,2	14,3	22,8	16,6	14,7	27/10/2023	19,9	27/05/2024
Technology	23,9	23,7	25,4	24,8	25,8	23,2	22,0	19,8	32,2	19,6	19,3	03/10/2023	26,9	12/02/2024
Oil & Gas	8,7	8,7	8,6	9,0	8,5	8,1	8,0	5,6	10,1	10,4	7,6	05/10/2023	9,6	12/04/2024
Telecommunications	13,7	13,1	12,6	12,6	12,3	12,2	12,1	12,8	14,0	13,7	11,7	04/10/2023	13,8	02/09/2024
Real Estate	16,0	16,0	15,1	15,6	14,4	15,8	13,1	13,3	21,3	16,4	11,7	19/10/2023	16,6	26/08/2024
Health Care	19,3	18,8	18,5	18,4	18,2	17,1	17,4	16,0	19,9	17,1	15,7	27/10/2023	19,4	30/08/2024
Personal & Household Goods	18,1	17,7	17,7	18,2	18,6	17,2	17,3	16,0	19,8	17,1	15,7	27/10/2023	19,1	14/03/2024
Utilities	12,7	12,4	12,1	12,0	11,6	12,5	11,9	12,9	16,4	14,9	10,9	03/10/2023	12,9	15/05/2024
Banks	7,2	7,1	7,2	7,5	6,8	6,5	6,2	6,5	8,9	7,7	5,9	27/10/2023	7,7	14/05/2024
Insurance	10,9	10,3	10,4	10,6	10,6	10,1	9,7	9,2	10,8	9,9	9,4	04/10/2023	11,1	19/03/2024
Food & Beverage	18,1	17,6	17,3	17,9	18,2	18,2	18,7	19,6	24,8	22,1	17,2	27/10/2023	18,6	06/02/2024
Chemicals	19,7	19,2	19,1	20,0	20,2	20,0	17,5	14,2	21,1	18,9	16,0	20/10/2023	21,6	03/04/2024
Automobiles & Parts	5,9	5,6	5,8	6,2	6,7	6,0	5,3	4,8	7,0	6,6	5,0	30/10/2023	6,8	20/03/2024
Retail	16,0	15,6	15,2	16,6	15,5	16,0	15,5	12,4	24,4	17,1	13,4	27/10/2023	17,3	28/03/2024
Travel & Leisure	13,6	12,9	12,8	13,5	15,5	14,9	12,2	14,7	82,5	13,6	10,6	20/10/2023	15,9	23/02/2024

Azioni

GIAPPONE

In Giappone, l'andamento del mercato azionario in agosto è stato caratterizzato da un'elevata volatilità. In particolare, nella seduta del 5 agosto il Nikkei ha chiuso in calo del 12,4%, salvo poi recuperare oltre il 10% nella seduta successiva. Movimenti così violenti sono dipesi dall'apprezzamento dello JPY nei confronti dello USD ed hanno evidenziato come ogni eventuale correzione del mercato sia considerata un'opportunità d'acquisto dagli investitori esteri. Sono, infatti, stati questi ad entrare in maniera massiccia sul mercato dopo il primo crollo favorendone il recupero. Nel mese di settembre i principali eventi da monitorare sono la riunione di politica monetaria della BoJ del 19-20 settembre, che darà maggiori informazioni sulle prospettive dei tassi di interesse, e le votazioni per il presidente del partito LDP. L'uscita definitiva dalla deflazione e la normalizzazione della politica monetaria dovrebbero continuare a giocare a favore dell'azionario giapponese.

Si mantiene, quindi, una posizione di progressivo sovrappeso sull'azionario giapponese.

CINA

Sulle prospettive del mercato azionario cinese potrebbe continuare a pesare nel breve termine la mancanza di *catalyst* positivi. Gli ultimi dati economici hanno evidenziato un quadro contrastato. La notizia migliore è stata il rimbalzo dell'inflazione, salita dallo 0,2% a/a allo 0,5% a/a, che ha ridotto i timori di deflazione. Positivo è stato anche il recupero delle vendite al dettaglio e della massa monetaria M2 (6,3% a/a) mentre produzione industriale (5,1% a/a da 5,3% a/a), prezzi delle case (-4,9% da -4,5%) e PMI manifatturiero hanno evidenziato le deboli prospettive di crescita dell'economia. Con le autorità politiche e monetarie che non sembrano intenzionate ad attuare forti politiche a sostegno dell'economia nel breve, il mercato azionario cinese potrebbe non essere in grado di invertire la debole tendenza degli ultimi mesi. In tale scenario, nonostante le quotazioni in termini di multipli di bilancio contenute (P/e dello Shanghai Composite a 12,0x), si ritiene che nel breve termine l'azionario cinese possa continuare a sottoperformare i maggiori mercati azionari globali.

Per questo si riduce il posizionamento sull'azionario cinese da neutrale a sottopeso.

PAESI EMERGENTI

La conferma che la Fed possa ben presto iniziare una fase espansiva di politica monetaria e l'indebolimento dello USD che ne è seguito potrebbero avere un impatto positivo sull'azionario dei paesi emergenti grazie alla richiesta di una maggiore diversificazione da parte degli investitori internazionali. Tuttavia, la performance dell'asset class potrebbe essere penalizzata dai timori di un rallentamento della crescita economica internazionale.

In attesa di maggiori indicazioni sulle prospettive di crescita dell'economia mondiale si mantiene una posizione di neutralità sull'azionario dei paesi emergenti.

Price Earnings Ratio per indici

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024

		set-24	ago-24	lug-24	giu-24	mar-24	dic-23	set-23	set-22	set-21	set-19	MIN 52W		MAX 52W	
		Last	1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data
Europa	Stoxx 50	13,3	12,8	13,2	13,5	13,7	12,5	11,8	10,7	16,7	13,1	11,0	27/10/2023	14,1	28/03/2024
	Stoxx 600	13,9	13,6	13,6	13,9	13,7	13,1	12,4	11,4	16,4	13,8	11,5	27/10/2023	14,2	15/05/2024
	Italia	9,4	8,9	9,1	9,3	9,0	8,3	8,0	7,3	11,9	10,5	7,4	27/10/2023	9,6	16/05/2024
	Francia	13,3	12,8	12,9	13,7	13,6	12,7	12,3	10,3	15,4	13,5	11,2	20/10/2023	14,1	15/05/2024
	Germania	12,7	12,2	12,4	12,6	12,4	11,6	10,8	10,2	14,3	12,8	10,0	26/10/2023	13,2	27/03/2024
	UK	12,0	11,7	11,4	11,8	11,2	11,1	10,5	9,3	12,3	12,1	10,1	27/10/2023	12,1	15/05/2024
	Spagna	10,8	10,4	10,8	11,1	10,4	10,5	10,2	10,3	14,2	11,0	9,5	27/10/2023	11,3	27/03/2024
USA	S&P 500	21,3	20,7	21,0	20,5	20,8	19,6	19,0	16,9	21,2	16,7	17,1	27/10/2023	21,7	16/07/2024
	Dow Jones	19,2	18,7	18,3	18,1	18,8	18,2	17,5	16,1	18,2	16,5	16,1	27/10/2023	19,3	30/08/2024
	Nasdaq 100	25,7	25,1	26,6	25,4	26,5	25,0	24,5	21,8	28,3	20,5	21,8	26/10/2023	27,6	10/07/2024
	Russell 2000	24,3	23,7	22,3	22,3	22,9	21,6	20,4	17,6	25,8	21,1	17,0	27/10/2023	24,8	26/07/2024
LatAm	Messico	10,8	11,1	11,3	12,0	12,6	13,0	11,8	11,4	14,1	11,7	10,7	23/10/2023	13,2	07/02/2024
	Brasile	8,1	7,5	7,4	7,5	8,2	8,4	8,1	6,9	9,0	12,3	7,2	17/06/2024	8,4	27/12/2023
Asia-Pacifico	Giappone	14,5	14,5	15,4	15,5	15,9	14,4	14,8	12,8	15,0	12,7	11,9	05/08/2024	16,4	22/03/2024
	Cina ¹	8,8	9,0	9,4	9,7	9,0	9,0	9,8	10,6	n.a.	10,9	8,0	22/01/2024	10,7	20/05/2024
	Hong Kong	8,3	8,2	8,4	8,7	7,9	8,0	8,6	9,4	11,4	9,9	7,0	22/01/2024	9,5	20/05/2024
	Australia	18,0	17,8	16,9	16,8	16,8	16,2	15,4	13,6	17,6	16,7	14,0	31/10/2023	18,1	02/09/2024

Price Earnings Ratio per Settori S&P 500

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024

		set-24	ago-24	lug-24	giu-24	mar-24	dic-23	set-23	set-22	set-21	set-19	MIN 52W		MAX 52W		
		Last	1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data	
Sector	Materials	20,7	20,3	19,3	20,5	20,8	19,8	18,3	13,4	17,0	17,2	16,5	23/10/2023	21,9	28/03/2024	
	Financials	16,5	15,7	15,3	15,5	15,5	14,8	13,8	12,0	14,5	11,8	12,5	27/10/2023	16,5	30/08/2024	
	Consumer Discretionary	24,1	24,0	24,4	23,4	25,8	25,4	24,6	24,6	29,8	21,4	21,6	26/10/2023	26,0	19/12/2023	
	Industrials	21,9	21,1	20,3	21,0	21,1	20,1	18,3	17,0	21,8	15,7	16,7	27/10/2023	22,0	30/08/2024	
	Information Technology	28,4	27,7	30,2	28,0	28,8	26,7	26,2	21,0	26,6	19,5	23,3	26/10/2023	31,8	10/07/2024	
	Energy Sector	12,5	12,2	12,0	12,3	11,9	10,8	12,2	8,5	12,6	15,0	10,2	07/12/2023	13,1	05/04/2024	
	Communication Services	18,3	18,2	19,3	18,7	18,7	17,4	17,0	15,5	22,4	17,6	15,4	27/10/2023	20,2	05/07/2024	
	Real Estate Sector	20,2	19,6	17,9	17,8	18,8	19,3	17,6	19,3	25,9	21,9	15,4	25/10/2023	20,3	30/08/2024	
	Health Care	19,9	19,5	18,8	18,9	19,2	18,0	17,4	15,7	17,7	14,8	16,2	27/10/2023	20,1	30/08/2024	
	Consumer Staples	21,4	20,5	19,8	20,2	19,7	19,1	19,1	20,6	21,0	19,6	17,5	12/10/2023	21,4	27/08/2024	
	Utilities	17,7	17,5	16,1	17,3	15,0	15,7	15,8	20,1	20,1	19,2	14,2	02/10/2023	17,8	30/08/2024	
	Industry	Banks	11,9	11,4	11,5	11,6	11,0	10,5	8,9	9,1	12,4	10,3	8,0	27/10/2023	12,3	17/07/2024
		Insurance	14,4	13,6	13,0	13,2	13,3	12,5	12,7	13,2	13,1	11,7	12,3	20/12/2023	14,4	30/08/2024
		Food Beverage & Tobacco	17,9	17,3	16,2	16,8	16,2	16,5	17,0	18,8	18,5	17,8	15,2	12/10/2023	17,9	30/08/2024
Chemicals		22,4	21,6	20,1	21,2	21,6	20,1	19,1	13,9	18,7	17,1	17,2	23/10/2023	22,5	28/03/2024	
Automobiles & Components		24,2	24,4	23,8	21,3	23,7	27,2	24,1	24,2	30,3	7,1	17,7	22/04/2024	28,8	10/07/2024	
Retailing		27,0	27,4	28,5	26,9	30,5	28,7	29,6	29,0	31,4	26,4	25,0	26/10/2023	30,8	02/02/2024	
Hotels Restaurants & Leisure		21,6	20,2	20,9	21,3	22,6	22,4	21,7	25,9	40,0	22,6	19,3	05/08/2024	23,1	22/02/2024	

Currency

Le dichiarazioni di Powell a Jackson Hole hanno confermato l'intenzione della Fed di intraprendere a settembre un primo taglio dei tassi di riferimento, ma non hanno chiarito quale sarà la portata dell'intervento, né definito l'entità della manovra espansiva dell'istituto da qui a fine anno. Al contempo, Powell ha affermato che ci sono «buone ragioni» per pensare che «un'adeguata riduzione della politica restrittiva» possa condurre l'inflazione verso il 2% senza alterare particolarmente le condizioni del mercato del lavoro, preservando la crescita. Simili affermazioni sono coerenti con uno scenario economico di base per la Fed orientato al soft landing.

Le stime del mercato relative ai futuri interventi della Fed sono di 4 tagli (da 25bps) nel 2024 e di complessivi 2 punti percentuali di ribasso dei tassi entro la fine del 2025. Tali circostanze non sarebbero coerenti con la realizzazione di uno scenario di soft landing negli Stati Uniti, e appaiono eccessive.

L'attuale livello del cambio EURUSD potrebbe scontare, quindi, una manovra espansiva della Fed più marcata delle attese. La revisione di queste aspettative determinerebbe nel breve periodo un movimento di apprezzamento dell'USD. Al contrario, dati economici statunitensi peggiori delle attese potrebbero alimentare i timori di recessione degli operatori e spingere verso un deprezzamento dell'USD. Il bilanciamento di questi rischi dovrebbe mantenere il cambio EURUSD nel trading range che ne ha caratterizzato l'andamento da inizio anno.

Si mantiene un approccio di neutralità sull'USD senza incrementarne le posizioni.

Dopo il deprezzamento determinato dal taglio dei tassi di riferimento di 25 bps di inizio agosto da parte della BoE, la GBP ha recuperato terreno nel corso del mese per la reticenza dell'istituto centrale britannico nel chiarire il proprio percorso futuro di politica monetaria, alimentando le attese di un'asincronia più accentuata tra gli interventi di taglio tassi in UK, Eurozona e USA.

Il mercato sconta oggi meno di due tagli da 25 punti base in UK entro fine anno e con il 75% di probabilità 3 tagli BCE da qui a dicembre. L'eventuale revisione delle aspettative del mercato a favore di un numero minore di tagli dei tassi BCE nei prossimi mesi potrebbe favorire marginalmente l'EUR nei confronti della GBP. Tuttavia, permangono incertezze sull'entità della manovra fiscale del nuovo Governo che sarà annunciata ad ottobre, che potrebbe avere impatti negativi maggiori del previsto sui contribuenti.

Si conferma un approccio di neutralità sulla GBP, rivolto a non incrementarne le posizioni.

Le ultime dichiarazioni del governatore Ueda al Parlamento giapponese hanno confermato l'intenzione della BoJ di procedere nella manovra restrittiva intrapresa a luglio se i dati economici si mostrassero in linea con le previsioni dell'istituto. Tali circostanze favoriscono il proseguimento del movimento di apprezzamento dello JPY.

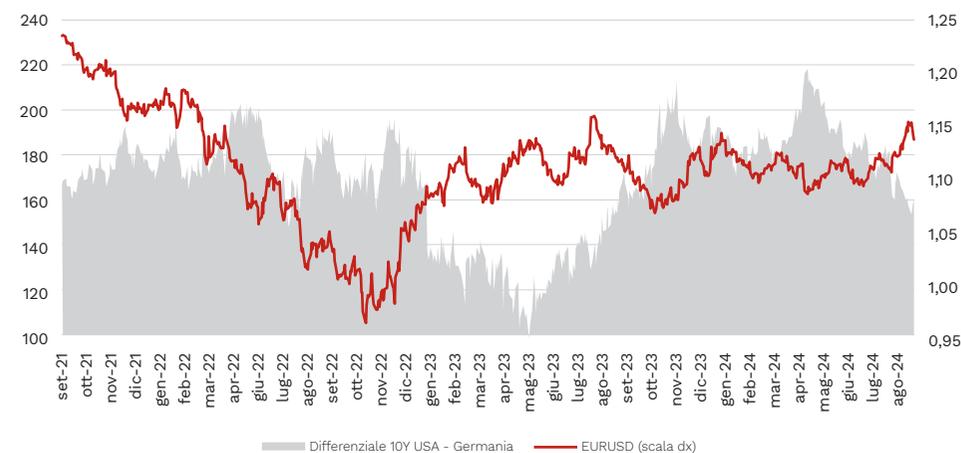
Si conferma un approccio moderatamente costruttivo nei confronti dello JPY.

La debolezza dell'USD ha favorito l'apprezzamento delle valute dei Paesi emergenti, sostenute dai livelli di *carry* offerti dalle rispettive curve governative. Le attese di relativa stabilità dell'USD limitano la prospettiva di proseguimento del movimento di apprezzamento di queste valute nel breve periodo.

Si predilige un approccio di neutralità sulle divise emergenti, in ottica di diversificazione.

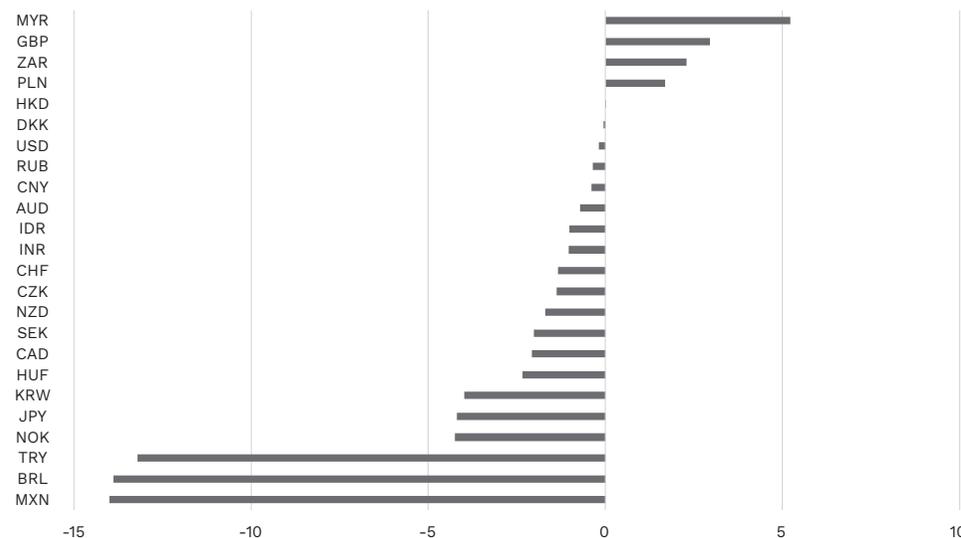
EURUSD e Differenziale 10y USA-Germania

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Performance YTD principali valute vs. EUR

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Commodity

I prezzi del petrolio hanno avuto un andamento altalenante nel corso del mese di agosto, con le quotazioni che, pur registrando volatilità, sono rimaste sostanzialmente invariate nel periodo in esame.

Gli accresciuti timori di recessione negli USA non hanno determinato particolari effetti sui prezzi del greggio, a segnalare che le quotazioni in questa fase del ciclo economico sono condizionate maggiormente da dinamiche legate all'offerta.

Le attese di mantenimento di limitazioni alla produzione da parte dell'OPEC+ nei prossimi mesi inducono a ritenere che i prezzi del petrolio possano rimanere sostenuti sugli attuali livelli.

Nel breve periodo la lateralità nell'andamento dei prezzi del greggio potrebbe proseguire.

Nel mese di agosto i prezzi dell'oro hanno segnato nuovi massimi storici, favoriti dal ribasso dei rendimenti governativi statunitensi a lungo termine e dal deprezzamento dell'USD.

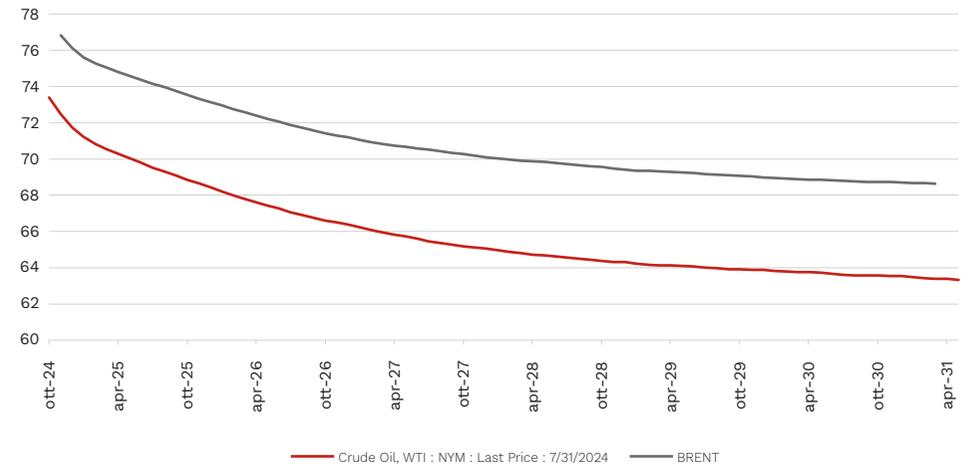
A favorire il rialzo dei prezzi del metallo prezioso anche le azioni di numerose banche centrali (Russia, Cina e Turchia) che hanno incrementato le proprie riserve auree in ottica di diversificazione di propri asset, e gli afflussi da parte degli ETF, come riflesso della diffusa fiducia del mercato nel potenziale dell'oro di fornire stabilità in fasi di elevata volatilità.

L'avvio di una politica monetaria espansiva da parte della Fed, con potenziale ribasso dei rendimenti dei Treasury, dovrebbe supportare le quotazioni del metallo prezioso, mantenendole in prossimità degli attuali livelli.

Si conferma un orientamento moderatamente costruttivo nei confronti dell'oro, in ottica di diversificazione.

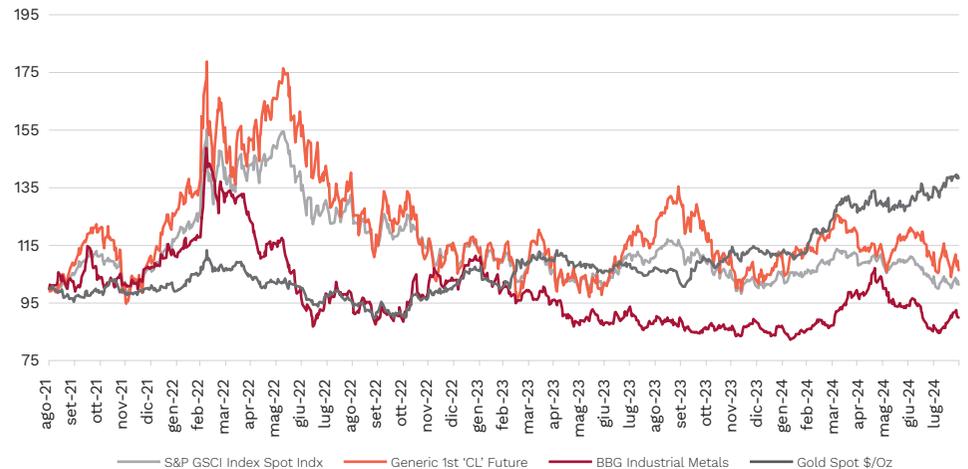
Curva futures WTI e Brent

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



Andamento principali commodities 3 anni (normalizzato su base 100)

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 02 settembre 2024



DISCLAIMER - Il presente materiale è prodotto da Banca Generali S.p.A. esclusivamente a titolo informativo ed è stato redatto senza particolare riferimento né a obiettivi d'investimento specifici o futuri, né alla situazione finanziaria o fiscale né tantomeno alle esigenze di un determinato destinatario. Poiché le indicazioni ivi contenute non sono basate sulla valutazione delle caratteristiche del destinatario, le stesse non costituiscono raccomandazioni personalizzate riguardo ad operazioni relative a uno specifico strumento finanziario. Alcune informazioni riportate nel documento potrebbero basarsi su fonti esterne e, pertanto, Banca Generali S.p.A. non fornisce alcuna garanzia (espressa o tacita) né assume alcuna responsabilità con riguardo alla correttezza, completezza o attendibilità di tali informazioni, o assume alcun obbligo per danni, perdite o costi risultanti da qualunque errore o omissioni contenuti nel documento. Nessuna assicurazione viene rilasciata in merito al fatto che i rendimenti in esso evidenziati siano indicativi di quelli ottenibili in futuro. Un eventuale cambiamento delle ipotesi di base assunte per descrivere il rendimento illustrato comporta una modifica del risultato dell'esempio proposto. Le informazioni contenute nel documento si basano sulle attuali condizioni di mercato, che potrebbero essere soggette a significativi cambiamenti nel breve periodo. Pertanto i cambiamenti e gli eventi verificatisi successivamente alla data del documento potrebbero incidere sulla validità delle conclusioni contenute nello stesso e Banca Generali S.p.A. non si assume alcun obbligo di aggiornare e/o rivedere il documento o le informazioni e i dati su cui esso si basa. Prima dell'adesione, per conoscere in dettaglio le caratteristiche, i rischi ed i costi dei fondi eventualmente indicati nel presente documento, si raccomanda di leggere le Informazioni Chiave per gli Investitori (KIID) ed i Prospetti Informativi messi a disposizione sul sito internet della Società prodotto ovvero presso le Filiali e gli uffici dei Consulenti Finanziari di Banca Generali S.p.A.