



**BANCA
GENERALI**
PRIVATE

QUADRO MACROECONOMICO 2

RISCHI GEOPOLITICI 4

ANDAMENTO MERCATI FINANZIARI 5

OUTLOOK 7

ASSET ALLOCATION 8

INVESTMENT MONTHLY

AGOSTO 2024

Direzione Financial Advisory | Markets Strategy

Lo scenario macroeconomico si conferma caratterizzato dal consolidamento della crescita globale, come anche le stime più aggiornate da parte dei principali organismi internazionali hanno reiterato nel corso del mese di luglio. Al contempo, il processo di disinflazione appare arenato nelle principali economie, con i prezzi dei servizi che continuano ad ostacolare un repentino rientro dell'inflazione nei target delle rispettive banche centrali.

La divergenza nelle politiche monetarie nel panorama internazionale si è acuita, con la Bank of Japan che a luglio ha aumentato il costo del denaro in Giappone e la PBoC che, al contrario, ha tagliato i tassi di riferimento in Cina, così come la Bank of England in UK, mentre la Federal Reserve ha mantenuto i tassi sui Fed Funds invariati e un approccio *data dependent*, preparando il terreno per un primo intervento in direzione espansiva entro fine anno.

Sullo sfondo, permangono tensioni geopolitiche legate ai conflitti bellici in atto, mentre le elezioni in Europa e UK non hanno alterato gli attuali equilibri politici.

STATI UNITI

L'economia statunitense continua a dimostrarsi resiliente, crescendo ad un ritmo superiore alle attese nonostante la Fed abbia rimandato l'inizio di una politica monetaria più accomodante. La crescita del PIL nel 2Q2024 è risultata più forte del previsto (2,8% t/t annualizzato), trainata principalmente dai consumi, che continuano a mostrarsi tonici, riportando una crescita trimestrale del 2,3% nel 2Q24 (rispetto all'1,5% del 1Q24).

Un segnale ciclico molto forte in relazione alla tenuta dei consumi è giunto anche dalle vendite al dettaglio di giugno, che sono rimaste stabili superando le attese (0,0% m/m contro -0,3% m/m stimato). In particolare, le vendite al netto delle componenti più volatili (ex auto e gas) hanno decisamente battuto le stime (0,8% m/m contro 0,2% m/m atteso), mostrando una netta accelerazione rispetto al mese precedente (0,3% m/m).

Le indagini PMI risultano meno incoraggianti. I dati relativi al mese di giugno si sono attestati in calo rispetto al mese precedente: in particolare, l'attività manifatturiera ha continuato a rimanere sotto la soglia critica dei 50 punti, ad indicare una fase di persistente contrazione. L'ISM dei servizi si è mosso in controtendenza rispetto al segnale del mese di maggio, toccando i minimi degli ultimi 4 mesi, ad indicare una possibile perdita di slancio del settore, che sinora ha trainato la ripresa dell'economia americana post Covid.

Alla relativa forza dell'attività economica si accompagna la persistenza delle pressioni inflattive, misurate dall'indice dei prezzi della spesa per consumi personali (Deflatore PCE), che è aumentato dello 0,1% m/m a giugno, crescendo del 2,5% su base annua, come da attese. L'inflazione core PCE, che esclude alimentari ed energia, la misura preferita dell'inflazione della Fed, ha registrato una lieve accelerazione su base mensile allo 0,2% m/m, mantenendosi stabile su base annua al 2,6% (attese 2,5%).

Nella riunione politica di fine luglio, la Federal Reserve ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse al 5,25-5,50%, come ampiamente previsto, ma non ha escluso un possibile taglio a settembre. Powell ha affermato: «Ci stiamo avvicinando al punto in cui sarà opportuno ridurre il nostro tasso di riferimento, ma non siamo ancora arrivati a quel punto», aggiungendo che per settembre «nessuna decisione è stata presa e dipenderà dai dati».

La Fed sta tenendo d'occhio il mercato del lavoro e rimane vigile sui segnali di una potenziale brusca flessione. Il dato di luglio sulla situazione occupazionale negli Stati Uniti ha mostrato una frenata nella dinamica di creazione dei posti di lavoro nel settore non agricolo (114k da 179k creati a giugno, rivisti al ribasso da 206k) e un aumento di due decimi del tasso di disoccupazione (4,3%), un massimo a 3 anni.

Andamento PMI Composite

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 Luglio 2024

	lug-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	50,1	50,8	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	48,7	50,6	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	n.d	52,3	52,6	53,5	51,1	50,7	48,6	48,1	47	49,2	48,2	48,9	49,7
UK	52,7	51,7	53	54,1	52,8	53	52,9	52,1	50,7	48,7	48,5	48,6	50,8	52,8
USA	55	54,6	54,5	51,3	52,1	52,5	52	50,9	50,7	50,7	50,2	50,2	52	53,2
Japan	52,6	50	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	n.d	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	n.d	54,4	53,6	53,7	53,4	53,5	53,1	52	51,1	52	52,7	53	53,5
World	n.d	n.d	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, Investment View, July 2024; Bloomberg Consensus al 31 Luglio 2024.

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

EUROPA

I dati sul ciclo economico nell'Eurozona pubblicati nel corso del mese di luglio hanno mosso dei dubbi circa una possibile ripresa consolidata dell'area. L'indice PMI manifatturiero si è attestato in calo a luglio, a 45,6 da un precedente 45,8, così come il PMI servizi, in riduzione a 51,9 (precedente 52,8). Entrambi gli indicatori hanno deluso le aspettative.

Al contempo, il dato sulle vendite al dettaglio di maggio ha indicato una certa forza dei consumi (0,1% m/m dopo -0,5% precedente). La ripresa dei consumi si è riflessa anche nel dato preliminare di inflazione di luglio, in accelerazione di un decimo, superiore alle attese, sia per la componente headline (2,6%) a/a che per quella core (2,9% a/a).

Nella riunione dello scorso 18 luglio la BCE ha lasciato invariati i tassi di riferimento come ampiamente atteso, e non ha fornito indicazioni sul futuro sentiero dei tassi, mantenendo un approccio *data-dependent*.

GIAPPONE

Il Giappone rimane in fase di ripresa moderata rispetto al primo trimestre dell'anno, con le esportazioni in aumento grazie alla debolezza della valuta. Al contempo, il dato delle importazioni del mese di giugno rimane contenuto, simbolo di una domanda interna ancora debole.

Indicazioni positive dai leading indicators, con il PMI composito a 52,6, in forte rialzo rispetto al 49,7 precedente. A trainare il dato la componente servizi, attestatasi oltre i 53 punti.

L'inflazione complessiva a giugno è rimasta stabile al 2,8% a/a, mentre l'inflazione core è aumentata al 2,6% a/a supportata dalla componente dei servizi. Questo ha supportato la decisione della BoJ di aumentare i tassi di interesse nella riunione di luglio allo 0,25% rispetto al range precedente compreso tra 0 e 0,1%. La banca centrale ha inoltre annunciato la riduzione dell'acquisto mensile di obbligazioni a JPY 3mila miliardi nel periodo gennaio-marzo 2026 rispetto al ritmo attuale di circa JPY 6mila miliardi, per perseguire la normalizzazione della propria politica monetaria.

CINA

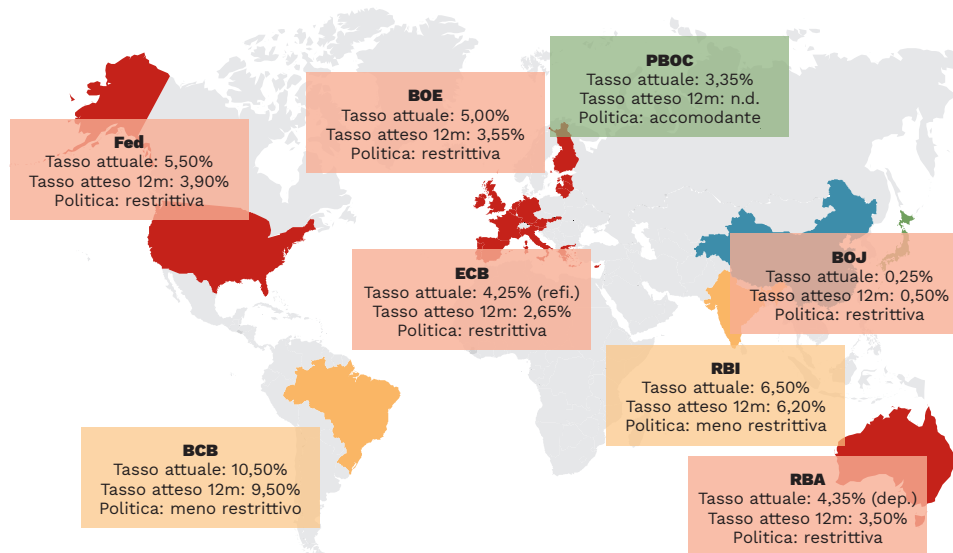
La crescita del PIL cinese è rallentata da 5,3% a/a nel 1Q2024 a 4,7% a/a nel 2Q2024, molto più delle attese di consenso (5,1%). La moderazione è spiegata dalla decelerazione sia del settore industriale sia dei servizi. I dati relativi al mese di giugno segnalano che la crescita rimane ancora disomogenea. La domanda per consumi continua a decelerare, frenata dalla bassa fiducia dei consumatori: la dinamica delle vendite al dettaglio è rallentata da 3,7% a/a in maggio a 2,0% a/a in giugno, molto più delle attese di consenso (3,4% a/a). L'unico segnale di stabilità è giunto dal dato di giugno sulla bilancia commerciale, che ha mostrato un ampliamento del surplus pari a USD 99,05 miliardi, superando le aspettative di USD 85 miliardi. Le esportazioni sono aumentate, con un'accelerazione del 8,6% a/a rispetto al 7,6% del mese precedente, espandendosi per il terzo mese consecutivo. Al contempo, le importazioni si sono ridotte del 2,3%, coerente con una domanda interna che rimane debole.

L'inflazione dei prezzi al consumo cinesi è scesa a 0,2% a/a in giugno, ancora spinta al ribasso dalla deflazione degli alimentari e di trasporti e telecomunicazioni.

A fronte di tali fragilità, la PBoC ha tagliato i principali tassi di interesse in occasione del Fixing di luglio, portandoli a nuovi minimi storici. Il tasso primario sui prestiti a un anno (LPR), il punto di riferimento per la maggior parte dei prestiti alle imprese e alle famiglie, è stato tagliato di 10 punti base, al 3,35%. Anche il tasso a cinque anni, riferimento per i mutui immobiliari, è stato ridotto dello stesso margine al 3,85%.

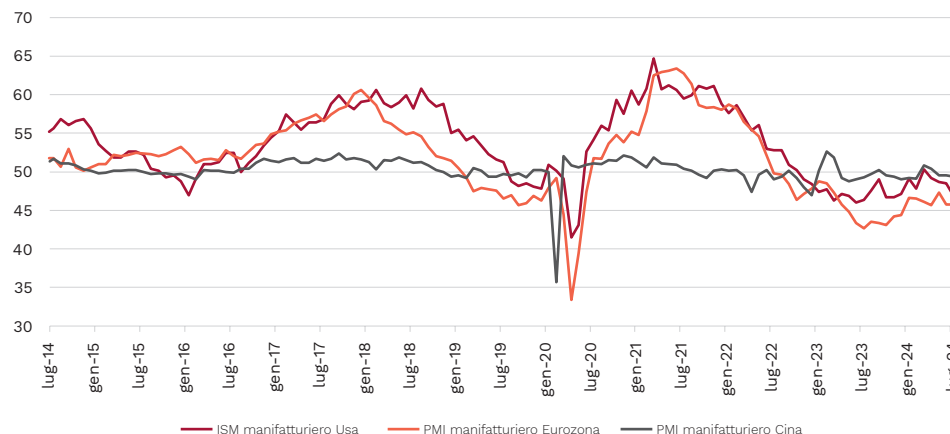
Politiche Monetarie Banche Centrali

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



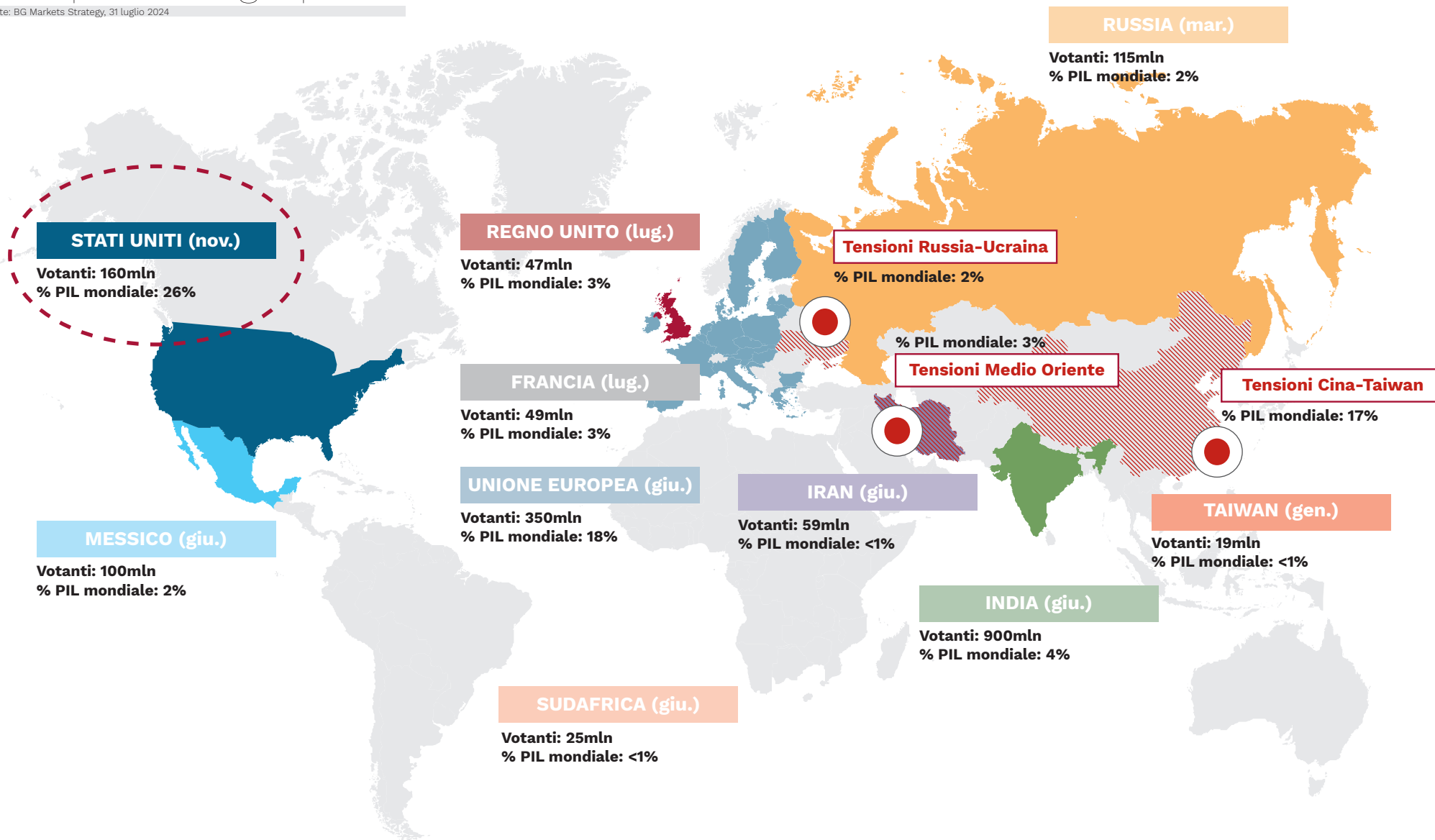
Business Confidence nel Settore Manifatturiero

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



Principali rischi geopolitici

Fonte: BG Markets Strategy, 31 luglio 2024



Obbligazionario

Il movimento di riduzione dei rendimenti governativi su tutte le principali curve dei Paesi Sviluppati ha consentito al comparto obbligazionario di conseguire performance positive, al netto dei movimenti valutari.

La prima parte del mese di luglio ha permesso ai titoli governativi USA di accumulare una performance positiva. Nelle prime settimane del mese, infatti, si sono susseguiti i dati ISM relativi alla fiducia nel settore manifatturiero e dei servizi (rispettivamente pari a 48,5 vs 49,1 e a 48,8 vs 52,7 atteso) più bassi di quanto gli operatori di mercato si aspettassero. A questi si sono aggiunti i dati ADP sul numero di occupati nel settore privato USA (150mila vs 165mila atteso) minori delle attese. Tali dati hanno rafforzato le attese per l'inizio di una dinamica di riduzione dei tassi di riferimento da parte della Fed, con un progressivo sviluppo di attese di ben due tagli entro fine anno. Tali attese hanno portato ad una forte riduzione dei rendimenti a breve termine, con il Treasury a due anni che si è attestato a 4,25% (-50bps). Cala anche la scadenza a dieci anni che raggiunge il 4,03% (-37bps). Si riduce quindi il grado di inversione della curva, con il tratto 2-10 anni a quota -23 bps.

In Eurozona, il mese ha visto un costante crescendo nella performance dei titoli governativi, sia core sia periferici. Nelle ultime settimane si sono susseguiti vari dati economici che hanno mostrato un raffreddamento dell'economia tedesca. La produzione industriale in Germania ha infatti registrato una variazione negativa del -2,5% m/m, in netto peggioramento rispetto al dato precedente (-0,1%) e rispetto alle attese (+0,1%). A questo si è aggiunta la pubblicazione dell'indice Zew sul sentiment economico tedesco, che ha registrato un valore di 41,8 nel mese di luglio rispetto al 47,5 del mese precedente. I mercati hanno cominciato quindi a prezzare sempre più la necessità per la BCE di intervenire ulteriormente sui tassi di riferimento nell'ultimo trimestre dell'anno. In tale contesto si è assistito ad un ribasso nei rendimenti dei Bund: il 2 anni è sceso a 2,52% (-30 bps) mentre il 10 anni è sceso a 2,30% (-20 bps). Molto più marcato il ribasso dei titoli italiani con il BTP a due anni sceso al 2,97% (-55 bps) ed il BTP decennale sceso a 3,65% (-42 bps), portando ad un restringimento dello spread BTP-Bund, a quota 135 bps.

Risultato positivo del comparto corporate su entrambe le sponde dell'Atlantico, sostenuto sia dalla discesa dei rendimenti benchmark sia dall'ulteriore restringimento degli spread creditizi. Più che brillanti le performance del segmento HY, sia negli USA sia in Eurozona.

Dal lato valutario, si è assistito ad un deprezzamento dell'USD dopo il movimento di apprezzamento registrato nel mese di giugno, aspetto che ha penalizzato le performance per l'investitore europeo.

Tale dinamica al ribasso dell'USD è emersa anche contro il paniere di valute dei Paesi sviluppati. Si mantiene invece relativamente stabile il cambio contro le valute dei Paesi emergenti.

Per quanto attiene alle commodity, si è assistito ad un leggero rialzo dell'oro. Performance negativa invece per il petrolio.

Indici Total Return	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2023
REDDITO FISSO					
CASH INDEX	EUR	0,3%	1,0%	2,4%	3,4%
GOVERNATIVI ITALIA	EUR	2,8%	2,6%	2,3%	9,3%
GOVERNATIVI GERMANIA	EUR	1,6%	2,7%	-0,5%	5,6%
GOVERNATIVI EUROZONA	EUR	2,3%	2,4%	0,3%	7,1%
CORPORATE EURO	EUR	1,7%	2,6%	2,2%	8,2%
HIGH YIELD EURO	EUR	1,1%	2,2%	3,1%	11,8%
GREEN BOND EURO	EUR	2,1%	2,5%	0,8%	8,4%
BLG MSCI CORP SRI EURO	EUR	1,7%	2,7%	2,3%	8,2%
GOVERNATIVI USA	USD	2,2%	4,7%	1,3%	4,1%
CORPORATE USA	USD	2,8%	5,7%	1,5%	9,4%
HIGH YIELD USA	USD	2,1%	4,3%	4,4%	12,9%
GREEN BOND USA	USD	1,9%	4,1%	2,2%	6,6%
BLG MSCI CORP SRI USA	USD	2,3%	4,9%	1,9%	8,5%
EMERGENTI HARD CURR.	USD	1,8%	4,4%	3,7%	10,4%
EMERGENTI LOCAL CURR.	USD	2,6%	3,3%	-0,7%	13,2%
GOVERNATIVI USA	EUR	1,1%	3,2%	3,3%	1,0%
CORPORATE USA	EUR	1,7%	4,2%	3,5%	6,4%
HIGH YIELD USA	EUR	1,1%	2,8%	6,4%	9,9%
GREEN BOND USA	EUR	0,9%	2,9%	4,3%	3,0%
BLG MSCI CORP SRI USA	EUR	1,3%	3,7%	4,1%	4,8%
EMERGENTI HARD CURR.	EUR	0,8%	2,9%	5,7%	7,4%
EMERGENTI LOCAL CURR.	EUR	1,5%	1,8%	1,3%	10,2%
DIVISE					
EUR/USD (var. % USD vs EUR)		-1,0%	-1,5%	2,0%	-3,0%
DOLLAR INDEX (USD vs DM)		-1,7%	-2,0%	2,7%	-2,1%
USD vs paniere EME		0,1%	0,6%	5,0%	3,7%
COMMODITY					
GOLD	USD	5,2%	7,1%	18,6%	13,1%
PETROLIO (WTI)	USD	-4,5%	-4,9%	8,7%	-10,7%

divisa in cui viene calcolato il rendimento totale - Dati aggiornati al 31/07/2024

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

Azionario

Nel mese di luglio il movimento dei mercati azionari è stato volatile. L'MSCI ACWI ha chiuso con un rialzo dell'1,5% grazie a un rally nelle ultime sedute del mese. Il sentiment degli investitori è stato condizionato dalla stagione delle trimestrali e dai dati macroeconomici, che hanno convinto ancor di più il mercato di un possibile taglio dei tassi d'interesse a settembre da parte della Fed.

Negli **Stati Uniti**, gli indici principali hanno sofferto durante il mese con il deragliamento dei Magnificent Seven; la earning season delle MegaCap non è iniziata nel migliore dei modi. Alphabet e Tesla hanno riportato i risultati trimestrali deludenti, al di sotto delle aspettative, facendo crollare le proprie azioni e trascinando al ribasso anche gli indici ad alto contenuto tecnologico. L'indice composto Nasdaq ha chiuso il mese con una perdita dell'1,6% mentre l'S&P500 ha guadagnato l'1,1%. Al contrario, il Dow Jones e il Russell 2000 hanno ripreso respiro, con una sovraperformance rispettivamente del 4,4% e del 10,1%. Gli investitori si guardano intorno, proseguendo con le prese di profitto sui Big Tech e con gli acquisti sulle piccole società oltre che su quelle concentrate su settori più tradizionali. Inoltre, il mercato prezza un primo taglio dei tassi da parte della Fed già a settembre, di conseguenza le small cap, molto indebitate, hanno avuto un ulteriore slancio.

In **Europa** la dinamica sui mercati azionari è stata simile a quella statunitense, con gli indici regionali penalizzati da una serie di resoconti finanziari negativi in diversi settori, tra cui tecnologia e lusso, mentre la corsa globale agli asset rifugio ha ulteriormente aggravato le perdite. Nello specifico, il CAC 40 è stato il più colpito con un ribasso dello 0,4%, trascinato dalla più grande azienda di beni di lusso al mondo, Louis Vuitton, che ha visto le proprie azioni crollare dopo aver mancato le stime per le vendite del Q2 24. Restano in territorio positivo, nonostante un mese molto volatile, il tedesco DAX e, di poco, l'italiano FTSE MIB rispettivamente con una performance del +1,2% e +0,1%. A livello settoriale, le banche si confermano tra i migliori: lo scenario di resilienza dell'economia e tassi alti per un periodo più lungo del previsto mantengono acceso l'interesse del mercato. Al contrario, oltre al già citato settore del lusso, luglio vede una chiusura negativa anche per i Tech, nonostante da inizio anno la performance risulti ancora positiva, e le materie di base che invece da inizio anno continuano a sottoperformare. Infine, nel mese di luglio la BCE ha mantenuto invariati i tassi di interesse al 3,75%, come previsto, e ribadendo la linea *data dependent*, la presidente della BCE Christine Lagarde ha affermato che la possibilità di una mossa a settembre è "completamente aperta".

Chiusura mensile negativa per le **azioni asiatiche**: i mercati azionari giapponesi hanno perso terreno nel corso del mese, con l'indice Nikkei 225 in calo del 1,3%. I titoli tecnologici hanno sofferto a causa delle crescenti preoccupazioni circa le restrizioni più severe imposte dagli Stati Uniti agli esportatori di tecnologia avanzata dei semiconduttori in Cina, tra cui diversi produttori di chip giapponesi. In territorio negativo anche le azioni cinesi, con il sentiment degli investitori influenzato dalla crescita economica più debole del previsto nel secondo trimestre. Lo Shanghai Composite Index è sceso del 1,2% mentre l'Hang Seng Index è arretrato del 3%.

Indici azionari	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2023
MSCI ACWI ESG Leaders	USD	0,7%	7,3%	12,3%	21,0%
MSCI ACWI	USD	1,5%	7,6%	12,0%	20,1%
S&P 500 ESG Leaders Index	USD	1,6%	10,5%	16,9%	28,9%
S&P 500 INDEX	USD	1,1%	9,7%	15,8%	24,2%
NIKKEI 225	JPY	-1,2%	1,8%	16,8%	28,2%
MSCI Europe ESG Index	EUR	-0,1%	2,6%	9,5%	14,0%
MSCI EUROPE	EUR	1,1%	2,5%	8,1%	12,7%
DAX INDEX	EUR	1,5%	3,2%	10,5%	20,3%
CAC 40 INDEX	EUR	0,7%	-5,7%	-0,2%	16,5%
FTSE MIB INDEX	EUR	1,8%	0,1%	11,2%	28,0%
IBEX 35 INDEX	EUR	1,1%	1,9%	9,5%	22,8%
FTSE 100 INDEX	GBP	2,5%	2,7%	8,2%	3,8%
MSCI EM ESG LEADERS	USD	-0,3%	4,8%	7,3%	3,7%
MSCI EMERGING MARKET	USD	-0,1%	3,7%	6,0%	7,0%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead.	USD	-0,9%	5,4%	9,1%	0,2%
MSCI AC ASIA x JAPAN	USD	-0,6%	4,6%	7,9%	3,6%
MSCI EM LATIN AMERICA	USD	0,9%	-9,6%	-17,4%	25,1%

Indici azionari convertiti in EURO	Div.*	1 mese	3 mesi	YTD	2023
MSCI ACWI ESG Leaders €	EUR	-0,1%	6,0%	15,0%	17,2%
MSCI ACWI €	EUR	0,6%	6,3%	14,6%	16,3%
S&P 500 ESG Leaders Index €	EUR	0,8%	9,2%	19,6%	24,8%
S&P 500 INDEX €	EUR	0,3%	8,3%	18,5%	20,3%
NIKKEI 225 €	EUR	4,6%	5,2%	11,9%	15,5%
FTSE 100 INDEX €	EUR	3,2%	4,2%	11,4%	6,0%
MSCI EM ESG LEADERS €	EUR	-1,1%	3,5%	9,8%	0,4%
MSCI EMERGING MARKET €	EUR	-1,0%	2,5%	8,5%	3,6%
MSCI AC Asia Ex-JP ESG Lead. €	EUR	-1,7%	4,1%	11,7%	-3,0%
MSCI AC ASIA x JAPAN €	EUR	-1,4%	3,3%	10,5%	0,3%
MSCI EM LATIN AMERICA €	EUR	0,0%	-10,7%	-15,5%	21,1%

divisa in cui viene calcolato il rendimento totale - Dati aggiornati al 31/07/2024

CRESCITA ECONOMICA

Le stime aggiornate delle principali organizzazioni internazionali sulla crescita a livello globale confermano il proseguimento di uno scenario di consolidamento della ripresa dell'economia mondiale.

Il Pil globale è atteso crescere nel 2024 ad un tasso di poco superiore al 3%.

La divergenza nei tassi di crescita nelle principali economie che ha caratterizzato il 2023 si ridurrà progressivamente, di pari passo con l'incidenza dei fattori ciclici e grazie ad un maggiore allineamento dell'attività economica nei vari Paesi con il proprio potenziale.

INFLAZIONE

L'inflazione dei prezzi dei servizi sta ostacolando i progressi nel sentiero di disinflazione in molte economie.

Le rilevazioni sul ritmo di crescita dei prezzi in molti Paesi potranno mostrare nei prossimi mesi una maggiore volatilità e non puntare ad un rientro dell'inflazione nei target delle rispettive banche centrali in tempi brevi e in maniera sostenibile.

BANCHE CENTRALI

Le decisioni sul livello dei tassi di interesse nelle principali economie continueranno ad essere guidate dai dati economici.

Le azioni di politica monetaria delle principali banche centrali verso una progressiva normalizzazione è complicata dalla persistenza di pressioni inflattive in alcuni settori di attività. I rischi al rialzo per l'inflazione aumentano le probabilità che, in prospettiva, i tassi di interesse rimangano ancora elevati in molti Paesi per un periodo più lungo delle attese.

RISCHI

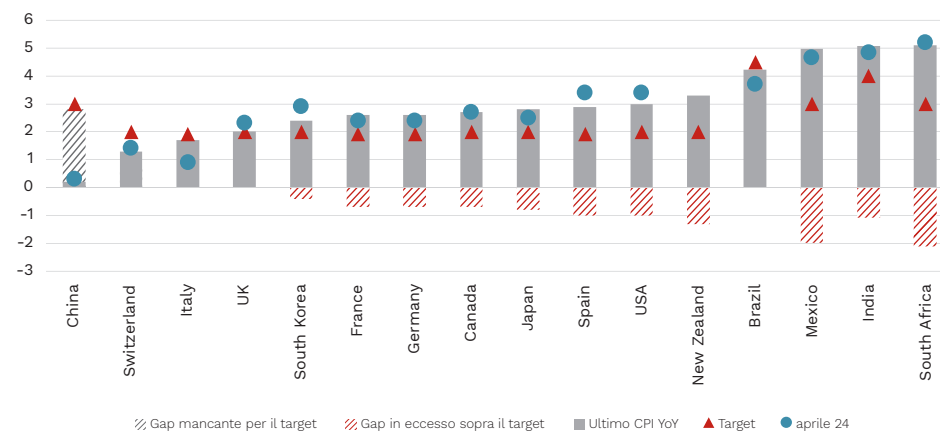
Le principali fonti di rischio nell'attuale scenario economico sono rappresentate dalle tensioni geopolitiche in atto: il loro acuirsi avrebbe effetti sul rincaro dei prezzi delle materie prime e, di riflesso, sull'inflazione, con conseguenti politiche monetarie restrittive più a lungo del previsto e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

Gli sviluppi della campagna elettorale negli Stati Uniti potrebbero determinare un incremento della volatilità sui mercati finanziari, soprattutto nei mesi estivi che sono caratterizzati da una minore liquidità.

Seppur non nell'immediato, gli operatori potrebbero dover iniziare a fattorizzare l'insorgere di eventuali rischi finanziari nell'ambito degli investimenti obbligazionari, per l'effetto che rendimenti benchmark più elevati potrebbero avere sul costo del debito per gli emittenti.

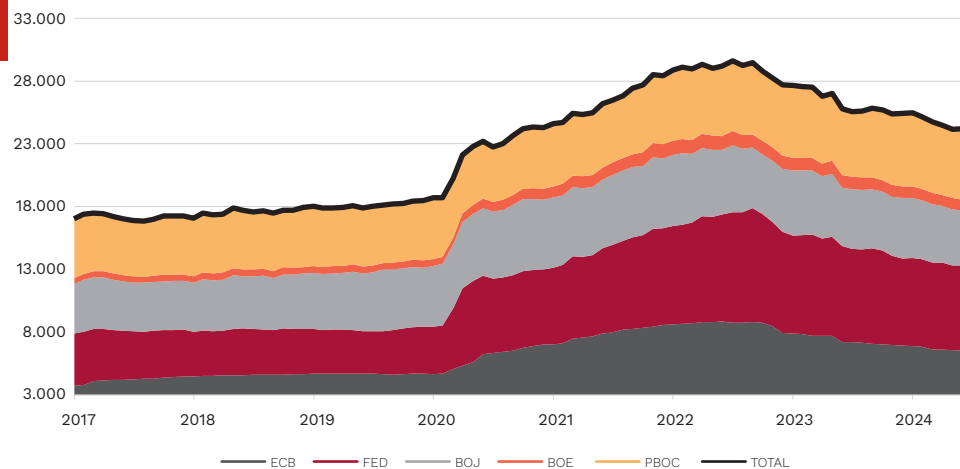
Inflazione headline per Paese (a/a %) vs Target Banche Centrali

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



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

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



ASSET ALLOCATION

ASSET CLASS (AA STRATEGICA)	ASSET ALLOCATION TATTICA						Var. 1M
	SUB-ASSET CLASS	(--)	(-)	(0)	(+)	(++)	
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, agosto 2024

OBBLIGAZIONI

I dati sull'economia americana indicano ancora una condizione di tonicità delle attività. Le affermazioni della Fed volte a sottolineare un approccio totalmente *data dependent* hanno esasperato l'attenzione dei mercati ad ogni piccolo segnale di cedimento dell'economia a stelle e strisce che possa finalmente dare il là al ribasso dei tassi di interesse. Le attese degli operatori sono ormai di un taglio pieno da 25bps nella riunione di settembre del FOMC e di un successivo intervento di almeno 50bps entro la fine dell'anno.

In Europa, le recenti vicende politiche, relative alle elezioni europee e poi quelle francesi, hanno generato volatilità sui mercati. Sul lato economico nonostante target inflattivi ancora non pienamente raggiunti a livello aggregato, una serie di dati deludenti hanno marcato il mancato rilancio della prima economia dell'Eurozona, ossia quella tedesca. Sono aumentate quindi le attese per un ulteriore taglio da parte della Bce entro l'anno.

Il carry del comparto obbligazionario rimane molto interessante data la rigida politica delle banche centrali. Nell'ultima parte dell'anno le attese sono però di una dinamica in discesa per i tassi di riferimento su entrambe le sponde dell'Atlantico; dinamica che potrebbe accelerare, nel caso in cui il protratto periodo di politica monetaria restrittiva dovesse danneggiare lo stato di salute dell'economia ad un livello tale da generare un indebolimento più marcato delle condizioni economiche delle principali economie.

Si prospettano quindi possibilità di guadagni in conto capitale per l'investimento obbligazionario quando tale dinamica prenderà piede.

Si mantiene il posizionamento sul comparto obbligazionario di massimo sovrappeso.

AZIONI

Le prospettive dei mercati principali azionari mondiali continuano a restare nel complesso positive, pur non mancando alcuni elementi di incertezza. La relativa stabilizzazione delle pressioni inflazionistiche a livello globale ha spinto gli operatori a scommettere su un primo taglio dei tassi Fed già a partire dalla riunione di settembre, mentre la BCE potrebbe annunciare la seconda riduzione di 25bps dopo quella di giugno dopo l'estate. Ne deriverebbe un incremento della liquidità nel sistema economico di cui beneficerebbero anche i mercati finanziari. Positivo per le borse è anche l'andamento migliore delle attese della stagione delle trimestrali, in particolare in USA. Le società dello S&P500 potrebbero registrare in Q2 '24 una crescita dell'EPS superiore al 10%, la performance maggiore da Q4 '21 (+31,4%). Tuttavia, le attuali valutazioni in termini di multipli di bilancio sembrano già scontare lo scenario migliore delle attese. Complice anche le incertezze politiche in USA, con l'impatto della decisione del presidente uscente Joe Biden di ritirarsi dalla corsa per la rielezione che è ancora difficile da valutare, i margini di apprezzamento per i mercati azionari potrebbero essere contenuti.

In tale contesto si conferma l'attuale posizionamento di neutralità sull'azionario globale.

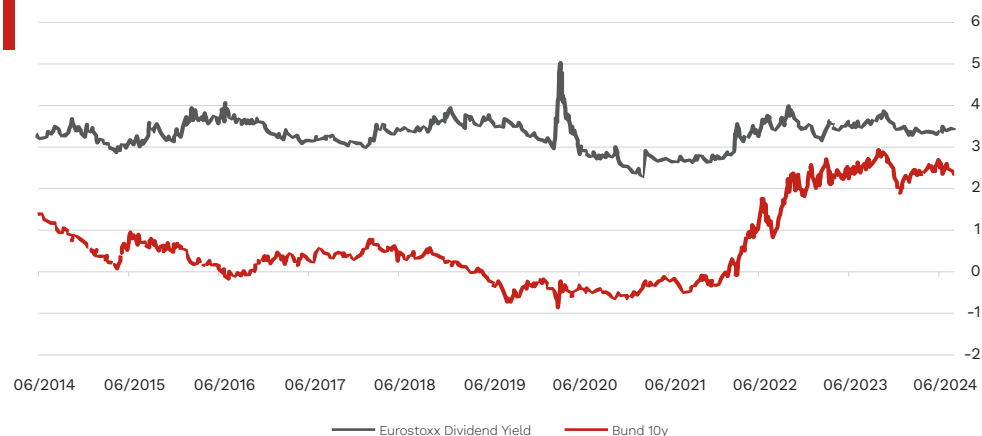
LIQUIDITÀ

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 31 luglio 2024



Rendimento principali curve governative

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024

	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	15Yr	20Yr	30Yr
EMISSIONI IN EURO								
GERMANIA	3,2	2,82	2,55	2,47	2,39	2,49	2,49	2,39
IRLANDA	3,39	2,72	2,57	2,48	2,48	2,50	2,52	2,56
FRANCIA	3,20	2,76	2,70	2,68	2,70	2,74	2,79	2,87
PORTOGALLO	3,26	2,68	2,52	2,45	2,50	2,55	2,62	2,72
SPAGNA	3,16	2,84	2,72	2,67	2,71	2,78	2,84	2,92
ITALIA	3,25	2,98	2,95	2,97	3,13	3,24	3,36	3,39
GRECIA	3,42	2,45	2,57	2,75	2,79	2,98	3,03	3,12
EMISSIONI IN VALUTA LOCALE								
STATI UNITI	4,74	4,26	4,06		3,91		3,94	
GIAPPONE	0,28	0,46	0,49	0,57	0,67	0,71	0,81	0,88
CINA	1,45	1,52	1,68	1,79	1,87	1,98	2,00	2,08
CANADA	4,08	3,45	3,25	3,14	3,09		3,10	
NORVEGIA	4,21	5,21	6,21	7,21	8,21	9,21	10,21	11,21
GRAN BRETAGNA	4,48	3,83	3,83	3,93	3,77	3,72	3,78	3,82
AUSTRALIA	4,20	3,88	3,76	3,74	3,78	3,85	3,94	4,02
NUOVA ZELANDA		4,34	4,10	4,02	4,03		4,15	

Obbligazioni

GOVERNATIVI EURO

I titoli governativi europei continuano ad offrire livelli di rendimento interessanti. A ciò si aggiunge il rafforzamento delle aspettative di riduzione dei tassi di riferimento BCE 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 sovrani core.

Si conferma l'esposizione di sovrappeso al comparto.

GOVERNATIVI NON EURO

Il ritardo nel processo di riduzione dei tassi negli USA ha aumentato le attese per un 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 periodo 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. Si mantiene un focus verso gli emittenti ad alto rating per massimizzare l'esposizione alla dinamica dei tassi.

Si conferma l'esposizione di sovrappeso al comparto.

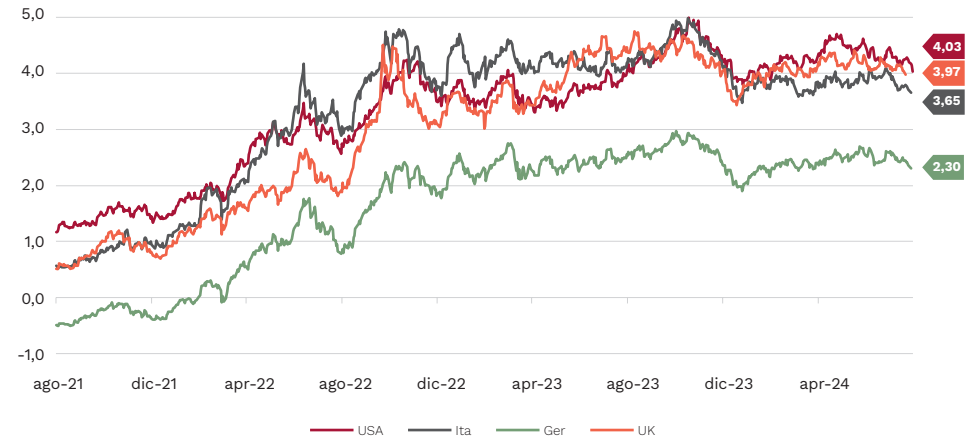
CORPORATE EURO SUB-INVESTMENT GRADE

Il prolungato periodo di rialzo dei tassi comincia a creare non pochi timori sulla tenuta del debito delle società con basso rating creditizio. Dato un percorso non ancora certo di veloce riduzione nei tassi di rifinanziamento del debito di tali società, si preferisce un approccio cauto sul comparto.

Si conferma l'esposizione di sottopeso al comparto.

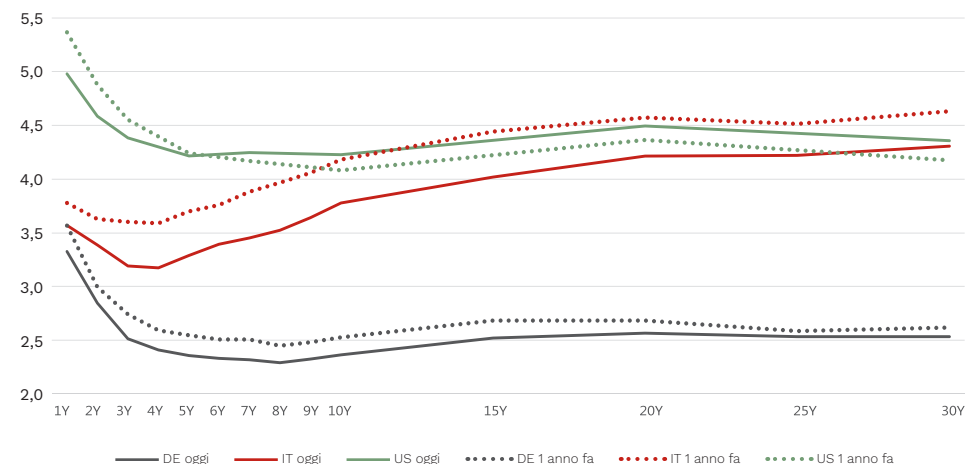
Rendimento decennale a 3 anni dei governativi di Stati Uniti, Italia, Germania e Gran Bretagna

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



Curve governative, un anno fa e attuale

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



Obbligazioni

CORPORATE NON EURO INVESTMENT GRADE

Date le attese di riduzione dei tassi di riferimento da parte della Fed entro fine anno, le considerazioni espresse per il comparto IG euro sono valide anche 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

La rigidità della Fed nella tenuta dei tassi di riferimento ad un livello elevato potrebbe aver danneggiato gli emittenti high yield nonostante la tonicità mostrata dall'economia americana. Anche per il comparto HY statunitense quindi, così come per quello europeo, si mantiene un atteggiamento prudente.

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

PAESI EMERGENTI

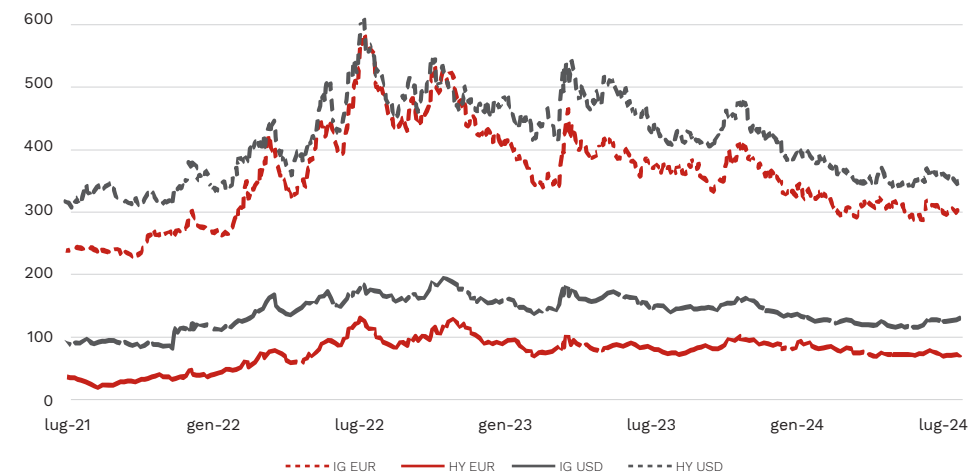
Nel corso dell'ultimo mese il comparto emergente in Hard Currency ha continuato a beneficiare della discesa dei rendimenti governativi USA. I livelli di *carry* sono ancora interessanti, soprattutto per gli emittenti investment grade.

Il comparto in Local Currency ha fatto registrare una performance positiva grazie ad un leggero 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 potrebbe provocare volatilità sul fronte valutario. Ciononostante, resta l'opportunità di giovare di un alto *carry* offerto dalle curve governative di tali Paesi.

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

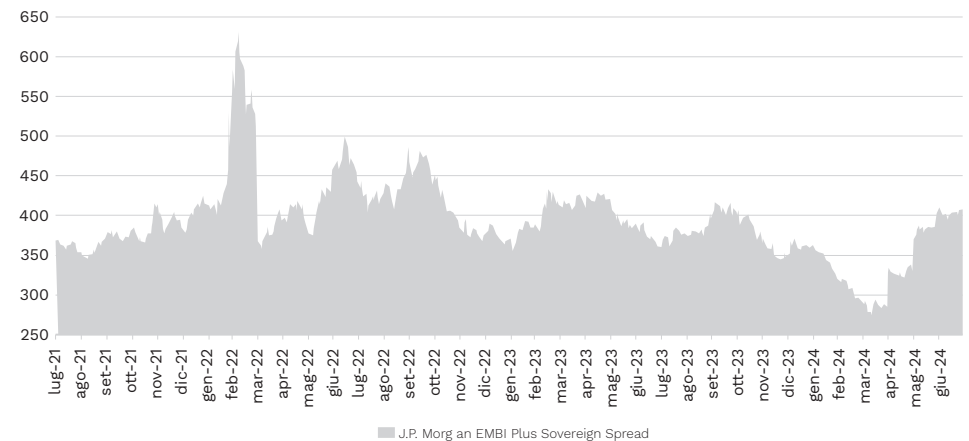
Andamento degli Spread Corporate vs. Curva Swap

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



Spread emergenti hard currency

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



Azioni

USA

Per quanto l'andamento migliore delle attese dell'inflazione in giugno abbia rilanciato le possibilità di un taglio dei tassi da parte della Fed in settembre e la stagione delle trimestrali stia andando meglio delle attese, con la crescita dell'EPS che potrebbe essere superiore al 10% in Q2 '24, si ritiene che sul mercato azionario statunitense nei prossimi mesi possano prevalere diversi elementi di incertezza. In primo luogo, le quotazioni in termini di multipli di bilancio dello S&P 500 sono su livelli molto elevati, lasciando poco spazio a un'ulteriore espansione. Il P/e forward si trova a 21,2x, contro una media degli ultimi 5 anni a 19,3x e degli ultimi 10 anni a 17,9x. Si tratta di un multiplo di bilancio storicamente seguito da performance contenute negli anni successivi. Le attese per la crescita degli utili rimangono elevate (+14,7% nel 2025 dopo il +11% nel 2024) ma la contrazione dei multipli potrebbe pesare sulla performance totale. Altro elemento di incertezza sono le tensioni politiche in vista delle elezioni presidenziali USA di novembre. Gli analisti politici evidenziano come la rinuncia alla candidatura da parte del presidente uscente Joe Biden e la nomina al suo posto dell'attuale vice-presidente, Kamala Harris, possa rendere più incerto l'esito del contesto elettorale. In tale scenario, l'incertezza sullo scenario economico salirebbe, aumentando la volatilità sui mercati finanziari.

Si conferma, quindi, un orientamento di neutralità/sottopeso sull'asset class azionaria statunitense.

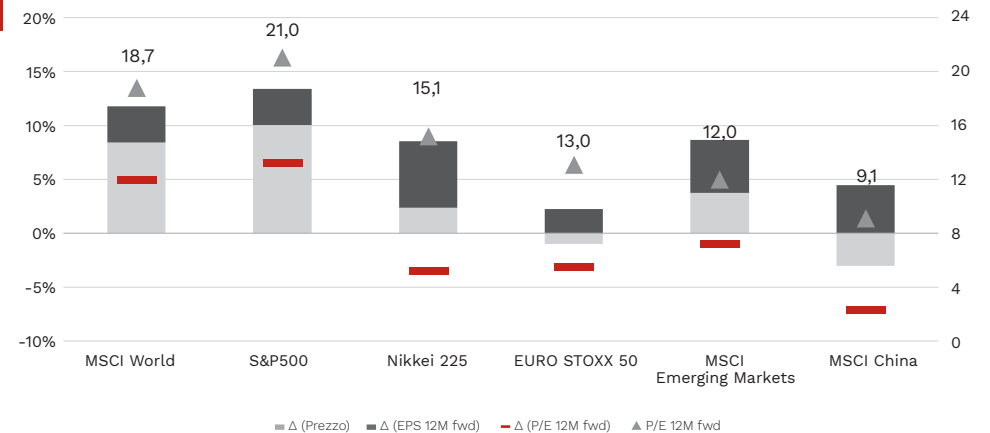
EUROPA

In Europa, complici anche i segnali di cautela sul fronte della crescita economica quali l'andamento degli indici PMI, le attese degli analisti all'inizio della stagione delle trimestrali erano piuttosto pessimiste. L'utile delle società all'interno dell'MSCI Europe era atteso salire dell'1%. Con aspettative così basse, la maggior parte delle società sta ora riportando risultati superiori alle attese, anche se per il momento hanno presentato i conti azioni che rappresentano meno del 40% della capitalizzazione di mercato. Grazie al buon andamento dei conti di banche e telecom, l'utile per azione è al momento superiore alle stime di consensus del 5,7%. Questo potrebbe aumentare l'ottimismo per l'andamento dei utili nella seconda parte dell'anno, in cui è atteso un recupero dell'attività economica grazie, tra l'altro, al taglio dei tassi da parte della BCE. Quest'ultimo, infatti, potrebbe ulteriormente migliorare le condizioni sul mercato del credito, che di recente ha registrato un incremento della domanda. In tale scenario è lecito attendersi una revisione al rialzo delle stime degli analisti nei prossimi mesi, che potrebbero sostenere i conti. Il calo dei rendimenti a seguito del taglio dei tassi da parte della BCE potrebbe portare a un'espansione dei multipli di bilancio, con il P/e forward che si trova a 13,4x, in linea con la media di lungo periodo.

Si mantiene un orientamento neutrale sull'azionario europeo.

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

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



Price Earnings Ratio per Settori Stoxx 600

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024

Settore	lug-24	giu-24	mag-24	apr-24	gen-24	dic-23	lug-23	lug-22	lug-21	lug-19	MIN 52W		MAX 52W	
	Last	1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data
Construction & Materials	15,2	14,4	15,6	14,9	14,9	15,1	14,9	14,1	18,8	15,0	12,5	26/10/2023	15,9	27/03/2024
Financial Services	15,3	15,2	15,1	15,0	14,8	15,2	13,1	14,0	16,6	16,3	10,3	03/10/2023	16,5	22/03/2024
Consumer Discretionary	12,7	12,7	13,0	12,9	12,6	12,3	12,2	11,3	16,7	12,4	10,5	27/10/2023	13,7	14/03/2024
Industrial	18,5	18,6	19,4	18,7	17,9	18,0	17,2	16,1	23,2	16,8	14,7	27/10/2023	19,9	27/05/2024
Technology	23,6	25,6	25,2	24,4	25,7	23,2	23,7	22,7	30,2	20,9	19,3	03/10/2023	26,9	12/02/2024
Oil & Gas	8,6	8,6	9,0	9,2	8,4	8,1	7,6	5,8	10,3	10,9	7,6	05/10/2023	9,6	12/04/2024
Telecommunications	13,2	12,5	12,5	12,3	12,4	12,2	12,4	13,5	14,5	13,6	11,6	08/08/2023	13,1	30/07/2024
Real Estate	15,6	15,1	15,5	15,1	15,1	15,8	13,3	15,5	21,2	16,1	6,9	21/06/2024	16,0	11/07/2024
Health Care	18,6	18,5	18,3	18,2	17,5	17,1	17,3	17,7	19,5	16,8	15,7	27/10/2023	19,0	07/06/2024
Personal & Household Goods	17,7	17,7	18,2	18,2	17,7	17,2	18,3	17,1	20,4	17,4	15,7	27/10/2023	19,1	14/03/2024
Utilities	12,4	11,9	11,9	12,1	12,0	12,5	12,6	14,2	15,9	14,3	10,9	03/10/2023	12,9	15/05/2024
Banks	7,4	7,1	7,5	7,4	6,6	6,5	6,7	7,0	9,0	8,3	5,9	27/10/2023	7,7	14/05/2024
Insurance	10,5	10,3	10,5	10,4	10,2	10,1	9,9	9,5	10,5	10,5	9,4	04/10/2023	11,1	19/03/2024
Food & Beverage	17,3	17,3	17,7	18,0	18,2	18,2	19,3	21,3	25,4	21,7	17,2	28/06/2024	19,1	31/07/2023
Chemicals	19,1	19,0	19,9	20,3	19,5	20,0	17,5	15,1	21,4	19,1	16,0	20/10/2023	21,7	03/04/2024
Automobiles & Parts	5,7	5,8	6,2	6,4	5,9	6,0	5,8	5,3	7,8	7,0	5,0	30/10/2023	6,8	20/03/2024
Retail	15,5	15,2	16,7	16,1	15,6	16,0	16,3	14,7	25,4	17,1	13,4	27/10/2023	17,2	28/03/2024
Travel & Leisure	13,2	12,8	13,4	14,3	15,6	14,9	13,7	16,6	124,6	13,7	10,6	20/10/2023	16,0	23/02/2024

Azioni

GIAPPONE

In Giappone, la progressiva normalizzazione della politica monetaria da parte della BoJ dovrebbe avere un impatto positivo sulle prospettive del mercato azionario. Marcando la fine della crisi in cui l'economia giapponese è entrata negli anni '80 con lo scoppio della bolla speculativa, questa potrebbe stimolare ulteriormente gli investimenti dall'estero, in particolare qualora ci dovesse essere anche un apprezzamento dello JPY. Per quanto la forza della valuta possa penalizzare le società esportatrici, il buon andamento dell'attività economica e la crescita dei salari potrebbero avere un impatto positivo sull'andamento dei consumi, favorendo le società esposte alla domanda interna.

In tale scenario, si mantiene un progressivo sovrappeso sull'azionario giapponese.

CINA

Le prospettive del mercato azionario cinese continuano ad essere influenzate dalla debolezza della ripresa economica. Nelle ultime settimane indicazioni negative sono arrivate dall'andamento del Pil di Q2, delle vendite al dettaglio e della massa monetaria M2 di giugno. La maggiore fonte di incertezza è, però, il calo del CPI, sceso in giugno da +0,4% a/a a +0,2% a/a, aumentando i rischi di caduta in deflazione. Gli investitori sembrano rimanere in attesa di decise misure di stimolo da parte delle autorità, che però continuano a mancare. Nonostante le autorità monetarie abbiano deciso di ridurre i tassi sui prestiti sia a 1 anno che a 5 anni, la mancanza di misure di stimolo più forti in arrivo dal Terzo Plenum del partito comunista ha spinto lo Shanghai Composite al minimo dall'8 febbraio. Per quanto le quotazioni della borsa cinese siano su un valore interessante, si ritiene che la mancanza di *catalyst* positivi nel breve possa impedirne una sovraperformance rispetto agli altri mercati.

Per questo si mantiene un orientamento neutrale sull'azionario cinese.

PAESI EMERGENTI

Il recente incremento delle possibilità che la Fed possa tagliare i tassi sui Fed Fund già in settembre potrebbe avere un impatto positivo sull'andamento dell'azionario dei Paesi emergenti poiché potrebbe portare ad un calo dei rendimenti dei governativi USA. Dal punto di vista interno, in diversi Paesi sia dell'America Latina (ad esempio in Brasile) che dell'Asia (Indonesia) stanno aumentando le tensioni tra le autorità politiche e quelle monetarie: le prime chiedono un allentamento della politica monetaria per sostenere la crescita economica, che però non trova d'accordo i banchieri centrali, che vogliono mantenere la loro indipendenza. In assenza di stimoli monetari, i governi potrebbero decidere un'espansione della politica fiscale. Il combinato di politica fiscale espansiva e politica monetaria restrittiva si è storicamente rivelato positivo per il mercato azionario. Per questo le prossime decisioni delle autorità saranno da monitorare con attenzione.

In attesa di decisioni di politica monetaria e fiscale favorevoli, si conferma una posizione di neutralità sull'azionario dei paesi emergenti.

Price Earnings Ratio per indici

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024

		lug-24	giu-24	mag-24	mag-24	feb-24	dic-23	lug-23	lug-22	lug-21	ago-19	MIN 52W		MAX 52W	
		Last	1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data
Europa	Stoxx 50	13,0	13,1	13,5	13,5	12,9	12,5	12,4	11,6	16,6	13,5	11,0	27/10/2023	14,1	28/03/2024
	Stoxx 600	13,6	13,5	13,9	13,7	13,2	13,1	12,9	12,5	16,6	14,1	11,5	27/10/2023	14,2	15/05/2024
	Italia	9,3	8,9	9,3	9,2	8,5	8,3	8,4	8,1	12,8	10,6	7,4	27/10/2023	9,6	16/05/2024
	Francia	12,9	12,7	13,7	13,7	13,0	12,7	12,8	11,2	16,0	13,8	11,2	20/10/2023	14,1	15/05/2024
	Germania	12,4	12,4	12,6	12,6	11,7	11,6	11,1	10,9	14,4	13,1	10,0	26/10/2023	13,2	27/03/2024
	UK	11,7	11,4	11,8	11,7	11,0	11,1	11,0	10,3	12,5	12,6	10,1	27/10/2023	12,1	15/05/2024
	Spagna	10,8	10,7	11,1	10,8	10,4	10,5	10,7	10,9	15,0	11,3	9,5	27/10/2023	11,3	27/03/2024
USA	S&P 500	20,7	20,9	20,5	19,7	20,1	19,6	19,7	17,6	21,0	17,0	17,1	27/10/2023	21,7	16/07/2024
	Dow Jones	18,9	18,2	18,1	17,9	18,6	18,3	18,3	16,7	18,3	16,6	16,1	27/10/2023	19,2	17/07/2024
	Nasdaq 100	24,9	26,4	25,4	24,3	25,5	25,0	25,9	22,9	27,5	20,8	21,8	26/10/2023	27,6	10/07/2024
	Russell 2000	24,5	21,5	22,3	21,5	21,3	21,6	21,6	18,2	25,6	21,0	17,0	27/10/2023	24,7	16/07/2024
LatAm	Messico	11,1	11,2	12,0	12,4	13,0	13,0	12,1	12,0	13,8	11,2	10,7	23/10/2023	13,2	07/02/2024
	Brasile	7,3	7,4	7,5	7,9	8,1	8,4	8,6	6,6	9,3	12,1	7,2	17/06/2024	8,6	31/07/2023
Asia-Pacifico	Giappone	15,0	15,5	15,7	15,7	15,3	14,4	14,7	12,9	15,1	13,0	13,8	04/10/2023	16,6	22/03/2024
	Cina ¹	8,9	9,4	9,7	9,8	8,2	9,0	10,7	10,6	n.a.	11,0	8,0	22/01/2024	10,7	31/07/2023
	Hong Kong	8,1	8,4	8,7	8,6	7,3	8,0	9,4	9,6	11,5	10,4	7,0	22/01/2024	9,5	20/05/2024
	Australia	17,2	16,9	16,8	16,5	16,2	16,3	15,5	13,8	17,0	16,7	14,0	31/10/2023	17,6	17/07/2024

Price Earnings Ratio per Settori S&P 500

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024

		lug-24	giu-24	mag-24	apr-24	gen-24	dic-23	lug-23	lug-22	lug-21	lug-19	MIN 52W		MAX 52W	
		Last	1m	2m	3m	6m	YTD	1Y	2Y	3Y	5Y	Low	Data	Max	Data
Sector	Materials	20,0	19,6	20,3	20,2	19,3	19,8	18,6	13,8	17,3	18,0	16,5	23/10/2023	21,9	28/03/2024
	Financials	16,0	15,2	15,2	15,0	15,3	14,8	14,1	12,4	14,0	12,7	12,5	27/10/2023	16,2	17/07/2024
	Consumer Discretionary	24,2	24,3	23,4	24,0	24,8	25,4	26,4	25,7	29,9	22,1	21,6	26/10/2023	26,5	31/07/2023
	Industrials	21,3	20,5	20,8	20,7	20,0	20,1	19,2	17,7	22,4	16,4	16,7	27/10/2023	21,8	21/03/2024
	Information Technology	27,6	29,9	28,0	26,2	27,9	26,7	27,8	22,2	26,0	20,0	23,3	26/10/2023	31,8	10/07/2024
	Energy Sector	12,5	11,9	12,0	12,0	11,6	10,8	11,9	8,8	14,0	16,3	10,2	07/12/2023	13,1	05/04/2024
	Communication Services	18,0	19,3	18,6	17,9	18,9	17,4	17,6	16,0	21,5	18,1	15,4	27/10/2023	20,2	05/07/2024
	Real Estate Sector	19,3	18,1	17,5	17,1	18,3	19,3	18,2	20,7	25,7	21,2	15,4	25/10/2023	19,5	28/12/2023
	Health Care	19,4	18,9	18,7	18,7	18,5	18,0	17,9	16,3	17,5	15,2	16,2	27/10/2023	19,5	15/05/2024
	Consumer Staples	20,3	20,0	19,9	19,9	19,4	19,1	20,2	20,9	20,8	19,8	17,5	12/10/2023	20,6	16/05/2024
	Utilities	17,0	16,2	17,0	16,1	15,1	15,7	17,1	20,1	19,3	18,5	14,2	02/10/2023	17,5	21/05/2024
	Banks	11,9	11,4	11,3	11,2	10,9	10,5	9,7	9,4	11,8	11,1	8,0	27/10/2023	12,3	17/07/2024
	Insurance	13,8	13,0	13,0	12,9	13,1	12,5	12,8	13,2	12,4	12,4	12,3	20/12/2023	14,0	30/07/2024
	Food Beverage & Tobacco	17,2	16,3	16,5	16,8	16,4	16,5	18,2	19,2	18,5	18,1	15,2	12/10/2023	18,0	31/07/2023
Industry	Chemicals	21,3	20,5	20,9	20,8	19,8	20,1	19,5	14,5	19,2	18,1	17,2	23/10/2023	22,5	28/03/2024
	Automobiles & Components	25,1	22,7	21,4	21,9	23,0	27,2	27,0	26,0	29,2	7,7	17,7	22/04/2024	28,9	10/07/2024
	Retailing	27,4	28,3	27,1	27,9	29,2	28,8	31,7	30,2	31,1	27,1	25,0	26/10/2023	31,8	31/07/2023
	Hotels Restaurants & Leisure	20,6	21,3	21,0	21,9	22,5	22,4	23,4	26,5	43,7	23,0	19,4	27/10/2023	23,4	31/07/2023

Currency

Nel corso del mese di luglio l'USD si è, nel complesso, deprezzato, riflettendo le maggiori attese degli operatori su un possibile taglio di tassi di riferimento da parte della Fed in anticipo rispetto alle precedenti stime e, soprattutto, su un'accelerazione della manovra espansiva negli USA, con oltre 100bps di ribasso sui tassi sui Fed Funds entro gennaio del prossimo anno scontati dal mercato.

La debolezza del biglietto verde è dipesa soprattutto dalla forza relativa di JPY, che si è apprezzato contro USD (di circa il 6,5% nel mese) man mano che il mercato ha cominciato a fattorizzare la possibile riduzione degli asset di bilancio della BoJ e un imminente rialzo dei tassi di riferimento in Giappone. Più contenuta è stata l'entità del deprezzamento dell'USD contro EUR, nell'intorno dell'1% a luglio. Ad oggi i tassi impliciti nei futures sui Fed Funds scontano un intervento espansivo accelerato da parte della Fed. Data la resilienza dell'economia statunitense sinora confermata dai dati, è improbabile che la portata di tali decisioni si spinga oltre rispetto a quanto oggi è prezzato dal mercato, per cui nel breve periodo l'USD dovrebbe mantenersi relativamente stabile contro EUR, nell'intorno degli attuali livelli. Al contrario, la pubblicazione di dati economici solidi, a supporto di un possibile ritardo della Fed nell'intraprendere una politica monetaria meno restrittiva, giocherebbe a favore di un apprezzamento di USD.

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

Con una decisione inattesa, anticipata solo in parte dagli operatori finanziari, la Bank of England ha tagliato a luglio i tassi di riferimento in UK, portandoli al 5%. Il Governatore Bailey ha anticipato che le decisioni future saranno dipendenti dai dati e rivolte ad evitare che le pressioni inflazionistiche, soprattutto dal lato dei servizi, tornino a mordere. L'eventualità che la BoE possa essere ancora cauta nel corso dell'anno prima di operare ulteriori tagli dei tassi, costituisce un elemento che potrebbe contenere il potenziale deprezzamento della GBP contro EUR.

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

La decisione della BoJ di compiere un ulteriore passo verso la normalizzazione della propria politica monetaria ha favorito l'apprezzamento di JPY contro EUR e USD. Tali circostanze dovrebbero consentire alla valuta giapponese di continuare ad apprezzarsi anche nel breve periodo.

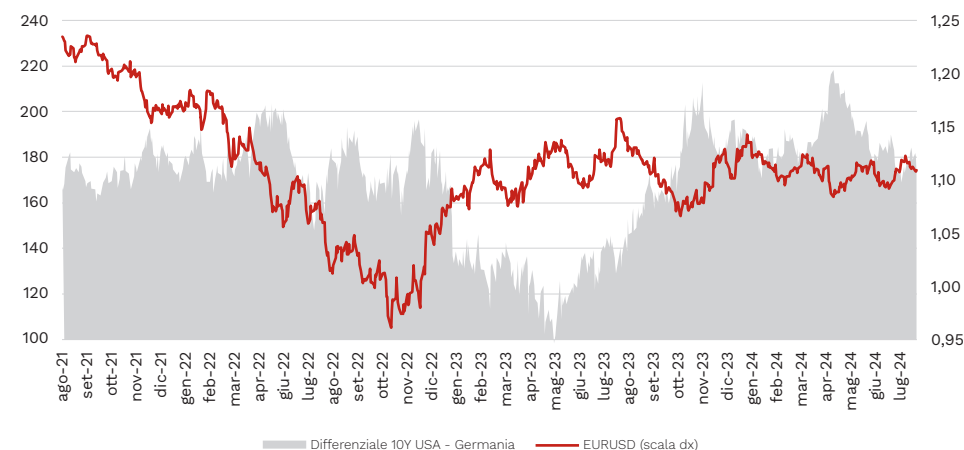
Si conferma un approccio moderatamente costruttivo nei confronti dello JPY.

La prospettiva di un USD relativamente stabile nel breve periodo, alla luce di una politica monetaria progressivamente più espansiva da parte della Fed già scontata dal mercato, dovrebbe favorire una maggiore stabilità anche delle valute di Paesi emergenti, che godono di un carry espresso dalle rispettive curve governative ancora interessante. Tuttavia, molto dipenderà dai dati economici e da quanto queste economie saranno in grado di consolidare il proprio ritmo di crescita. In tal senso, saranno cruciali le politiche monetarie e fiscali che saranno attuate nei vari Paesi: un approccio troppo espansivo potrebbe pesare sulle rispettive valute, erodendo il carry offerto dai governativi il local currency e danneggiando le prospettive di sostenibilità del debito di questi Paesi.

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

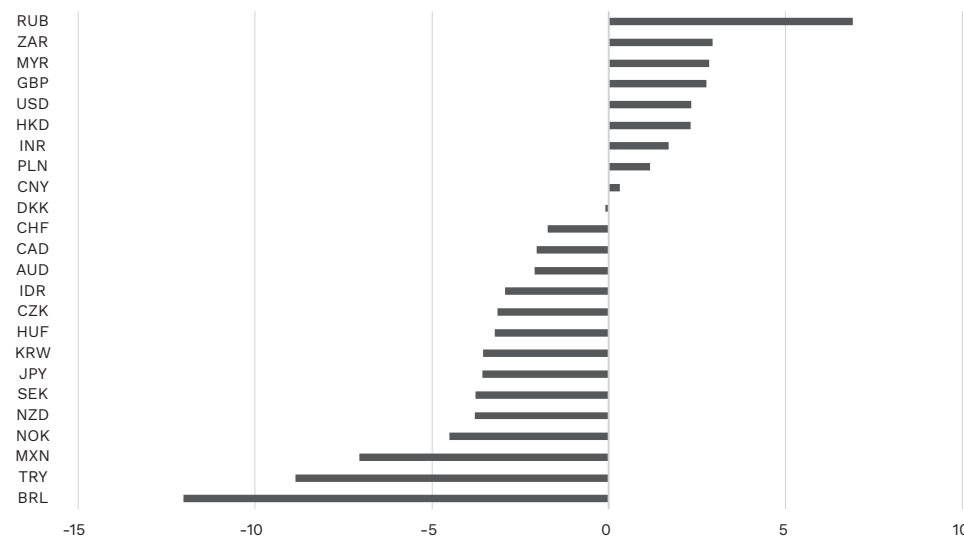
EURUSD e Differenziale 10y USA-Germania

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



Performance YTD principali valute vs. EUR

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024



Commodity

Le quotazioni del petrolio hanno subito volatilità nel corso del mese di luglio e sono state spinte al ribasso dai timori sulla domanda aggregata, soprattutto a seguito dei deboli dati provenienti dalla Cina, il maggior consumatore della commodity a livello mondiale.

Nel breve periodo, in assenza di misure di stimolo alla crescita dei consumi interni convincenti da parte delle autorità cinesi, il sentiment degli operatori potrebbe continuare ad essere improntato ad una maggior debolezza della domanda e penalizzare l'andamento delle quotazioni del petrolio. Al contempo, però, le incertezze derivanti dalle tensioni geopolitiche legate al conflitto in Medio Oriente potrebbero generare volatilità e controbilanciare le pressioni al ribasso sulle quotazioni. Al rialzo potrebbero incidere anche i dati statunitensi sulle scorte di petrolio, che stanno mostrando una progressiva riduzione nelle ultime rilevazioni.

Nei mesi estivi si potrebbe quindi assistere ad una relativa lateralità nell'andamento dei prezzi del greggio.

Nel mese di luglio, le scommesse degli operatori finanziari circa un possibile allentamento monetario da parte della Fed già a settembre hanno favorito l'apprezzamento dell'oro, inversamente correlato all'andamento dei rendimenti obbligazionari governativi USA a lungo termine.

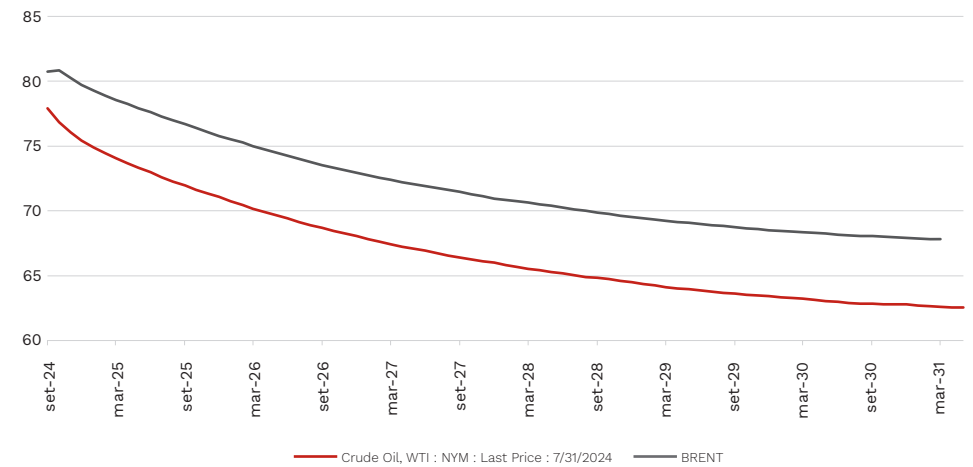
L'approssimarsi di politiche monetarie più espansive negli USA dovrebbe continuare a sostenere le quotazioni di metallo prezioso sugli attuali livelli.

La ricerca di *safe haven* all'acuirsi delle tensioni geopolitiche, soprattutto legate al conflitto in Medio Oriente, dovrebbe costituire un ulteriore elemento di apprezzamento dell'oro.

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 31 luglio 2024



Andamento principali commodities 3 anni (normalizzato su base 100)

Fonte: BG Markets Strategy. Dati aggiornati al 31 luglio 2024

