



Verso un equilibrio più stabile

Group Investment Strategy

Monthly Outlook

Agosto 2024

Indice

SOMMARIO	3
LA LETTERA DEI CIO	4
IN EVIDENZA	6
MACRO & MARKETS	10
ASSET ALLOCATION DEI NOSTRI PORTAFOGLI IN GESTIONE	15
COME INVESTIRE	18

Sommario



QUADRO MACROECONOMICO

L'economia statunitense sta perdendo slancio, per le difficoltà del settore manifatturiero e dei servizi, come indicano il sondaggio di ISM e i dati del mercato del lavoro. I consumatori spendono meno in servizi e più in beni di prima necessità. Inoltre, la persistente debolezza dei nuovi ordini indica che la produzione del settore manifatturiero rimarrà probabilmente stagnante nei prossimi mesi. L'inflazione continua a diminuire, trainata dal calo degli affitti e dei prezzi delle auto, suggerendo potenziali tagli dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve (Fed).

Per quanto riguarda l'Eurozona, gli indicatori anticipatori suggeriscono un modesto rallentamento della congiuntura economica alla fine del secondo trimestre, nonostante un trend ancora positivo. Il PMI della Germania indica una stagnazione, mentre la Francia continua a contrarsi, anche se a un ritmo più lento. Italia e Spagna continuano a crescere, con la Spagna particolarmente forte. L'inflazione è scesa leggermente al 2,5%, con un'inflazione core stabile al 2,9%, trainata dai prezzi dei servizi. Si prevede che il processo di disinflazione continui, sebbene lentamente.

Infine, la crescita del PIL cinese è rallentata al 4,7% nel secondo trimestre, al di sotto delle stime del mercato. La crescita delle vendite al dettaglio è rallentata, ma la produzione industriale ha superato le aspettative, sostenuta dalla robusta domanda estera. Il mercato immobiliare mostra segni di stabilizzazione, ma la fiducia dei consumatori rimane debole. Anche gli indicatori anticipatori cinesi hanno delineato un quadro eterogeneo a giugno. Tra questi, un forte PMI per il settore manifatturiero e un PMI dei servizi in calo, a causa di fattori stagionali.



BANCHE CENTRALI

Nel suo discorso di luglio al Congresso, il Presidente della Fed Powell ha ribadito le scelte di politica monetaria della Fed, citando un robusto mercato del lavoro e una solida espansione dell'economia USA, seppur in rallentamento dai picchi del primo trimestre. Pur rilevando un modesto progresso dell'inflazione, ha sottolineato la necessità di disporre di ulteriori dati per garantire il raggiungimento del target del 2% di inflazione. Sebbene si sia mantenuto finora cauto nell'anticipare un eventuale allentamento monetario, Powell potrebbe segnalare un cambiamento di politica monetaria al simposio di Jackson Hole in agosto.

A luglio la BCE ha mantenuto invariati i tassi di riferimento, sottolineando un approccio cauto e basato sui dati. La Presidente Lagarde ha osservato che gli ultimi dati economici supportano il trend di disinflazione, suggerendo un prossimo taglio dei tassi. Le nuove proiezioni di settembre potrebbero confermare questa tendenza, di tagli trimestrali fino al 2025.



MERCATI FINANZIARI

Il mese di giugno è stato caratterizzato da un clima positivo sui mercati finanziari globali, con l'economia statunitense che dovrebbe registrare un atterraggio morbido e l'Eurozona che ha mostrato segnali di ripresa, nonostante il rallentamento della crescita in Cina. La Fed ha mantenuto un atteggiamento accomodante nonostante un marginale aumento dell'inflazione, favorendo i titoli tecnologici statunitensi. In Europa, gli eventi politici hanno pesato sulle azioni, ma le aspettative di futuri tagli dei tassi di interesse hanno stimolato i mercati obbligazionari, portando a un calo dei rendimenti negli Stati Uniti e nell'Eurozona. Le elezioni in Francia hanno causato un aumento solo temporaneo dei rendimenti delle obbligazioni francesi e periferiche. Il prezzo del petrolio è aumentato grazie ai tagli alla produzione decisi dall'OPEC+ e alla stabilità della domanda, anche se la debolezza della crescita cinese ha poi ridotto i guadagni. Il prezzo dell'oro è salito grazie alle aspettative di una politica monetaria statunitense più accomodante. L'euro si è rafforzato rispetto al dollaro.



La lettera dei CIO

Dopo un primo semestre ricco di eventi e alla luce degli sviluppi relativi alle elezioni presidenziali statunitensi di novembre, possiamo tranquillamente chiederci se mai ci sarà il tanto citato crollo estivo, dato che probabilmente i prossimi mesi non saranno carenti di notizie.

Diamo, però, prima uno sguardo all'indietro e ripercorriamo gli ultimi mesi. Abbiamo quasi dimenticato i molti avvertimenti lanciati all'inizio del 2024 in merito a una possibile recessione negli Stati Uniti. Questi allarmi sono stati ora perlopiù messi a tacere. Come spieghiamo nella sezione "Macro & Markets", lo slancio dell'economia statunitense continua a diminuire, con la conseguente normalizzazione del mercato del lavoro e dell'inflazione e maggiori prospettive di un primo taglio dei tassi di interesse negli Stati Uniti nel secondo semestre. La solida crescita degli Stati Uniti ha fatto sì che le aspettative poco realistiche di taglio dei tassi d'interesse, scontate nei prezzi delle obbligazioni a inizio anno, siano state gradualmente rimosse, provocando perdite (temporanee) di prezzo nei portafogli obbligazionari. Tra l'altro, tale andamento non ha riguardato solo gli Stati Uniti, ma anche l'Europa. Qui la Banca centrale europea (BCE) ha già tagliato i tassi di interesse una volta e ulteriori **tagli dei tassi di interesse**¹ potrebbero seguire. Tuttavia, l'entità dei possibili tagli entro fine anno dovrebbe essere significativamente inferiore a quanto previsto a inizio anno.

Sul fronte azionario la situazione si è evoluta in senso opposto. La solida situazione economica ha dato impulso ai mercati azionari. In previsione di un'accelerazione dei tassi di crescita del PIL e di un moderato calo dei tassi d'interesse, anche le aspettative di utile delle imprese sono aumentate. Nel 2025 e nel 2026 il **dato di consenso**² prevede una crescita annua degli utili di poco inferiore al 10% per le società presenti nei principali indici azionari europei e addirittura leggermente superiore al 10% per quelle degli indici statunitensi. Anche l'economia tedesca, colpita da eventi negativi negli ultimi anni, dovrebbe tornare a crescere: nei prossimi due anni i tassi di crescita degli utili delle azioni tedesche dovrebbero essere mediamente analoghi a quelli negli Stati Uniti. Alla luce delle valutazioni, come i Prezzi/Utili per azione, ancora moderate, le attuali quotazioni azionarie, che hanno registrato un aumento sorprendentemente marcato nel primo semestre, riflettono in parte le aspettative di crescita degli utili per il 2025, ma i mercati sono altrettanto ottimisti per il 2026. Tali aspettative potrebbero quindi motivare ulteriori incrementi dei prezzi delle azioni. Se le attuali aspettative di mercato riguardo all'andamento dell'economia e agli utili societari si rivelassero troppo ottimistiche, ciò potrebbe portare a battute d'arresto sui mercati azionari.

Non è stato, però, solo il primo semestre ad essere caratterizzato da sviluppi degni di nota; anche gli ultimi giorni e le ultime settimane hanno registrato alcuni interessanti colpi di scena. A seguito di quella che è stata percepita come una debole performance nel dibattito televisivo tra il presidente in carica degli Stati Uniti Joe Biden e Donald Trump, le possibilità di elezione del candidato del Partito Repubblicano sono aumentate. Dopo il fallito tentativo di omicidio, le probabilità di vittoria elettorale di Trump sono ulteriormente cresciute. I mercati hanno iniziato a scontare il cosiddetto "Trump trade", ovvero le conseguenze più probabili di una seconda presidenza Trump, sulla base delle presunte linee guida centrali di un'eventuale amministrazione Trump: una politica fiscale più accomodante (a causa di sgravi fiscali non finanziati), una politica commerciale incentrata su dazi più elevati e una regolamentazione meno rigorosa in alcuni settori economici. In questo contesto i rendimenti statunitensi sono saliti (una politica fiscale più accomodante comporta la necessità di ulteriori aumenti del debito pubblico e, quindi, di maggiori emissioni di titoli di Stato statunitensi) e le azioni di società di settori fortemente regolamentati, quali sanità, energia e banche, si sono apprezzate.

¹Tagli dei tassi di interesse sono attesi anche per gli Stati Uniti dopo la pausa estiva.

²Il dato di consenso è la mediana nella distribuzione delle singole stime. La mediana è il valore che si trova esattamente nel punto centrale di una serie di dati ordinati per dimensione e divide in due la serie, in modo che una metà dei dati si trovi al di sotto e l'altra al di sopra della mediana nella serie ordinata.

Dopo la decisione di Joe Biden di non ricandidarsi c'è stato un parziale movimento in senso opposto, poiché i mercati stanno ora scontando una probabilità leggermente inferiore di vittoria di Trump. Tuttavia, se guardiamo alle piattaforme di previsione elettorale basate sui meccanismi di mercato, al momento in cui andiamo in stampa Donald Trump è ancora nettamente il favorito per vincere le elezioni. Secondo le suddette piattaforme, a sfidarlo sarà molto probabilmente l'attuale vicepresidente Kamala Harris. Tuttavia, ci vorranno diverse settimane prima che sia presa la decisione sulla nomina definitiva. La convention del Partito Democratico si svolgerà infatti dal 19 al 22 agosto. Fino ad allora, la probabile candidata Kamala Harris pare destinata a dominare i titoli dei giornali. In questo contesto si aspetteranno con grande interesse i primi risultati attendibili dei sondaggi sulle possibilità di elezione della Harris.

Altrettanto interessante dovrebbe essere la questione del possibile candidato/a alla carica di vicepresidente. A questo proposito, va notato che per l'elezione del presidente saranno fondamentali i risultati di una manciata di cosiddetti **Stati "in bilico"**³, quali Michigan, Wisconsin e Pennsylvania. Ultima considerazione, ma non meno importante, per i mercati sarà fondamentale l'agenda politica della futura amministrazione statunitense, che sarà determinata non solo dalla Casa Bianca, ma anche dalla maggioranza del Congresso. Negli ultimi tempi le pressioni su Joe Biden affinché si ritirasse dalla corsa alla candidatura alla presidenza si erano particolarmente intensificate a causa della riduzione delle prospettive di elezione dei membri democratici del Congresso – sia alla Camera dei Rappresentanti che al Senato (Congresso) – in alcuni collegi elettorali fortemente contesi. Con l'ultima mossa di Biden, le donazioni al team del candidato democratico alla presidenza, così come ai membri del Congresso, dovrebbero riprendere ad affluire. La corsa per il futuro della politica statunitense sembra di nuovo apertissima.

Il fatto che l'esito delle elezioni sia tornato ad essere aperto comporta un lieve aumento dell'incertezza per i mercati, che si riflette nella crescita dei classici barometri dell'incertezza, quali l'**Indice VIX**⁴. A nostro avviso, tale incertezza non dovrebbe avere implicazioni negative a lungo termine per i mercati perché, come accennato all'inizio, le prospettive economiche non sono negative né per gli Stati Uniti né per l'Europa. Sebbene l'economia statunitense si stia raffreddando, come previsto, a causa della politica monetaria restrittiva, una recessione è estremamente improbabile. Anche il presidente della Fed, Jerome Powell, ha di recente sottolineato al Congresso statunitense che i rischi economici stanno diventando più bilanciati. Le stime di consenso prevedono già il ritorno a un incremento più significativo della crescita del PIL negli Stati Uniti nei prossimi trimestri. Anche l'Europa dovrebbe aver superato il periodo di difficoltà; per i prossimi trimestri nell'Eurozona si prevedono tassi di crescita elevati analoghi a quelli degli Stati Uniti. È probabile che le banche centrali entrino finalmente nel ciclo di riduzione dei tassi di interesse nel secondo semestre e che gli utili societari aumentino. Né Trump né un'amministrazione guidata dai democratici dovrebbero invertire questo trend. A nostro avviso, gli scenari di rischio che permangono sono che la Fed lasci i tassi di interesse all'attuale elevato livello più a lungo del previsto oppure che le condizioni restrittive della politica monetaria si traducano in una recessione economica visibile.

Ciò che è particolarmente degno di nota riguardo alla situazione generale, economica e di mercato, è che essa rappresenta uno scenario quasi perfetto per i portafogli bilanciati, con esposizione sia alle azioni che alle obbligazioni. Una crescita economica moderata ma stabile, con tassi d'interesse in calo (a causa dell'allentamento delle pressioni inflazionistiche) dovrebbe sostenere sia i mercati azionari che quelli obbligazionari. I prossimi mesi resteranno probabilmente interessanti alla luce degli sviluppi elettorali negli Stati Uniti. Ad ogni modo, a patto che non si verifichi nessuno degli scenari di rischio menzionati, la tensione sui mercati dovrebbe essere limitata.

MANUELA D'ONOFRIO, *Head of Group Investment Strategy*

PHILIP GISDAKIS, *Chief Investment Officer Germany, UniCredit Bank GmbH (HypoVereinsbank)*

ALESSANDRO CAVIGLIA, *Chief Investment Officer Italy, UniCredit SpA*

OLIVER PRINZ, *Co-Chief Investment Officer of UniCredit Bank Austria AG and Schoellerbank AG*

³I cosiddetti Stati "swing", ovvero in bilico, sono Stati nei quali si prevede un risultato elettorale con scarto minimo e che spesso si sono spostati da un partito all'altro in passato. Questo è importante, in quanto la stragrande maggioranza degli Stati spesso vota chiaramente secondo le linee di partito.

⁴L'indice VIX misura la volatilità implicita (cioè derivata dalle opzioni su azioni), che di recente è leggermente aumentata.



In evidenza

La Francia evita la virata a destra, ma permane l'incertezza

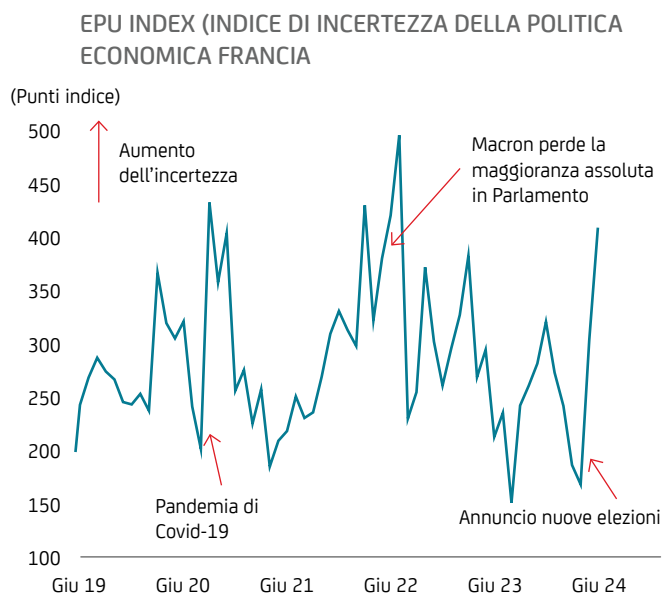
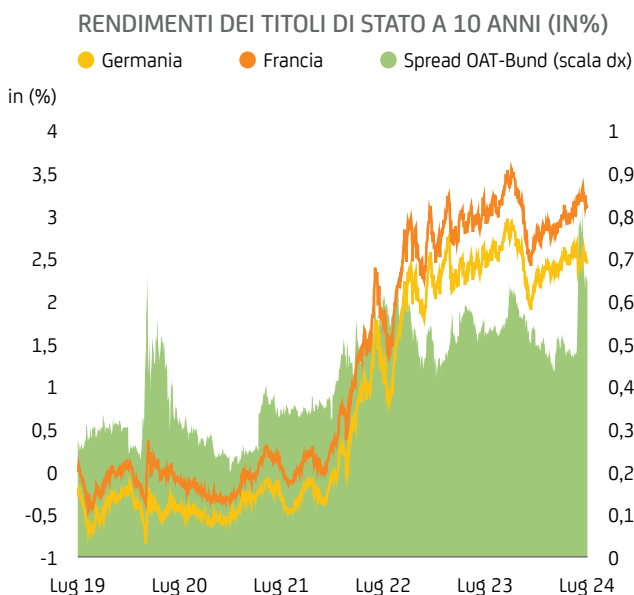
Più polarizzata che mai nella storia recente del Paese, la Francia, seconda maggiore economia dell'Unione Europea (UE), attraversa una profonda crisi politica dalle elezioni del Parlamento europeo. Dopo che il presidente Emmanuel Macron ha indetto nuove elezioni dell'**Assemblea nazionale**⁵, in risposta al deludente risultato della sua alleanza Ensemble e con il partito populista di destra Rassemblement National (RN) di Marine Le Pen e suoi alleati diventato la forza politica principale (temporaneamente) del Paese al primo turno delle elezioni dell'Assemblea nazionale, nel secondo turno elettorale un'ampia alleanza democratica ha evitato che il RN ottenesse la maggioranza assoluta. A sorpresa, l'alleanza di sinistra del Nuovo Fronte Popolare è diventata la forza principale, davanti al campo centrista di Macron. Il RN è arrivato terzo, ma è riuscito ad aumentare notevolmente il proprio numero di seggi. Il risultato delle elezioni parlamentari non fornisce quindi per il momento "chiarezza", contrariamente all'intenzione espressa da Macron dopo lo scioglimento dell'Assemblea nazionale. Il presidente ha ora il compito di individuare una maggioranza di governo stabile nel frammentato panorama dei partiti francesi. Vorremmo però soffermarci meno sulla dimensione politica degli ultimi sviluppi e maggiormente sulle loro implicazioni per l'economia e i mercati dei capitali.

⁵L'Assemblea nazionale è una delle due camere del Parlamento francese. Partecipa all'attività legislativa e può far cadere il governo con un voto di sfiducia.

I MERCATI RIFLETTONO LE PREOCCUPAZIONI RELATIVE ALLA STABILITÀ POLITICA E FINANZIARIA IN FRANCIA

Non sorprende che a giugno i timori sulla stabilità politica in Francia nel periodo antecedente alle elezioni parlamentari anticipate abbiano spinto l'incertezza sulla politica economica ai massimi degli ultimi due anni. Di conseguenza, i rendimenti dei titoli di Stato francesi (OAT) sono aumentati in modo significativo, soprattutto rispetto a quelli dei titoli di Stato tedeschi (Bund). In dettaglio, prima dell'annuncio delle nuove elezioni lo spread dei rendimenti per i titoli a 10 anni (OAT-Bund) era di circa 45 punti base (pb). Poi è quasi raddoppiato (si veda il grafico 1), raggiungendo il livello più alto dalla crisi del debito sovrano europeo nel 2011. Rispetto al livello toccato dopo il primo turno elettorale, tuttavia, da allora lo spread OAT-Bund è tornato a ridursi in misura significativa, segno che le preoccupazioni degli investitori si sono allentate. Gli ultimi avvenimenti hanno lasciato il segno anche sul mercato azionario. Sebbene l'indice di riferimento francese CAC 40 abbia leggermente recuperato dai minimi successivi all'annuncio elettorale di Macron, resta comunque nettamente indietro rispetto agli indici di riferimento di altri Paesi europei (al 19 luglio 2024, si veda la tabella).

1. LO SPREAD OAT-BUND È SALITO AL LIVELLO PIÙ ALTO DEGLI ULTIMI ANNI



OAT: Obligations Assimilables du Trésor (titoli di Stato francesi), Bund: titoli di Stato tedeschi, Spread OAT-Bund: differenziale di rendimento tra titoli decennali francesi e tedeschi.

L'“Economic Policy Uncertainty Index”, un indicatore del livello di incertezza sviluppato da Baker, Bloom e Davis, misura l'incertezza della politica economica in base al numero di articoli di giornale contenenti le parole “economia” (o “economico”), “incertezza” (o “incerto”) e una o più voci riguardanti la politica.

Fonte: Bloomberg, Baker, Bloom & Davis, UniCredit Group Investment Strategy

Periodo di osservazione: 15.07.2019-15.07.2024 (grafico a sinistra) e 30.06.2019-30.06.2024 (grafico a destra)

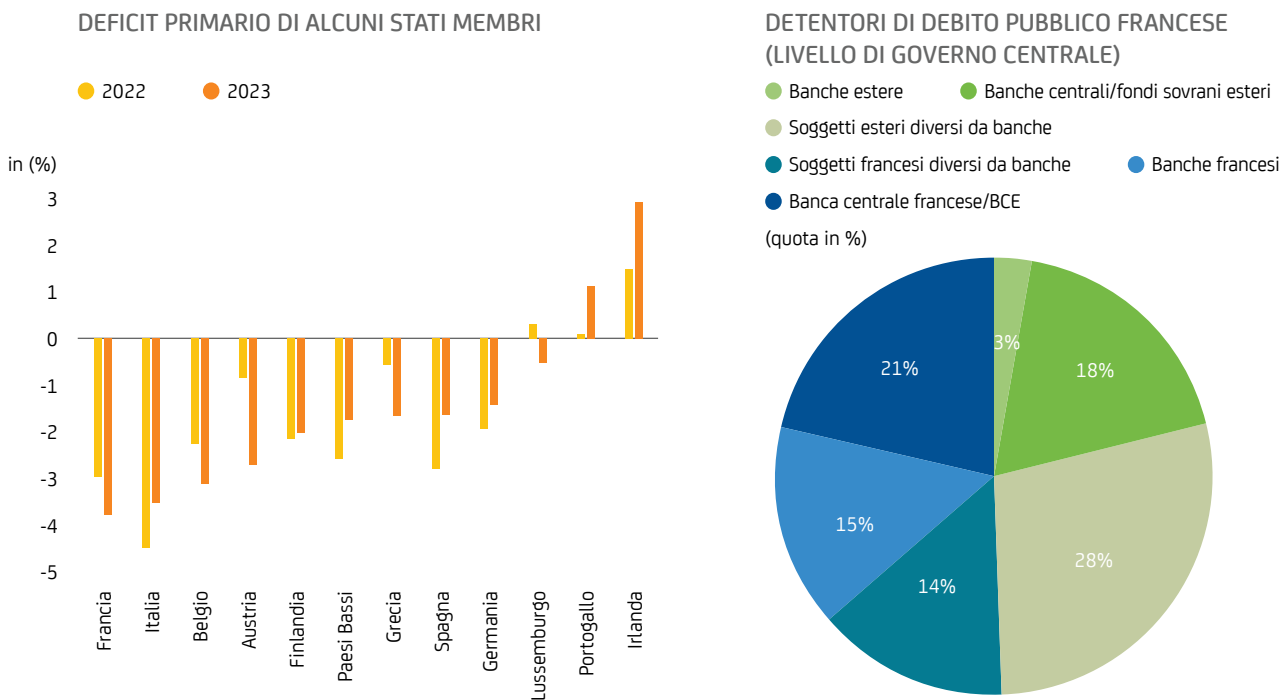
I timori degli investitori che il futuro governo francese possa innescare una nuova crisi del debito sovrano europeo si sono significativamente ridotti con l'esito delle elezioni. L'esperienza dimostra che nell'immediato i mercati penalizzano la prospettiva di un'espansione irresponsabile della spesa pubblica e di scarsa disciplina finanziaria. Nel 2022 sul mercato obbligazionario britannico scoppiò una crisi, quando l'allora primo ministro Liz Truss presentò un bilancio che prevedeva tagli fiscali non coperti e sussidi energetici per un totale di diversi miliardi di sterline, che gli operatori di mercato giudicarono un “hara-kiri fiscale”. I rendimenti dei titoli di Stato britannici aumentarono vertiginosamente, costringendo la Banca d'Inghilterra a intervenire. Dopo meno di 50 giorni in carica la Truss fu costretta a dimettersi. Dopo la vittoria schiacciante del partito laburista il 4 luglio, anche la sua carriera come deputata alla Camera dei Comuni è giunta al termine.

In realtà, la sostenibilità del debito francese non è un argomento di discussione nuovo. Macron non è ancora riuscito a ridurre il debito nazionale. Ancor prima delle elezioni europee, l'agenzia di rating Standard & Poor's aveva abbassato il rating della Francia di uno scalino, da AA ad AA-, temendo che il debito sarebbe stato spinto al rialzo da disavanzi superiori alle attese. Lo scorso anno il debito nazionale francese è salito quasi al 111% del Prodotto Interno Lordo (PIL). Al 5,5% il deficit di bilancio del Paese era ben al di sopra dell'obiettivo del 3% fissato dall'Unione Europea. La spesa per interessi della Francia è più che triplicata dal 2021, raggiungendo i 57 miliardi di euro quest'anno. Nel 2023 il Paese ha registrato anche il tasso più **alto di deficit primario**⁶ tra gli Stati membri dell'Eurozona, mentre diversi Paesi periferici sono riusciti a ridurre i propri disavanzi (si veda il Grafico 2). Il fatto che la Commissione europea stia cercando di avviare contro la Francia una procedura per disavanzo eccessivo sottolinea il limitato margine di manovra finanziario del Paese. Inoltre, la crescita economica francese è stata piuttosto debole negli ultimi 10 anni e, secondo le previsioni del Fondo monetario internazionale (FMI), nei prossimi cinque anni il PIL pro capite continuerà a restare inferiore a quello di Stati Uniti e Germania.

Oltre ai fondamentali deboli, anche la struttura degli investitori in titoli di Stato francesi potrebbe rivelarsi sfavorevole. Secondo le statistiche del FMI, i soggetti esteri non bancari (compresi hedge fund, società di assicurazioni, fondi del mercato monetario e fondi pensione) detengono ora oltre un quarto del debito pubblico francese totale (si veda il Grafico 2). Sebbene le grandi banche francesi siano costantemente attive sul mercato dei titoli di Stato, un numero piuttosto esiguo di creditori (esteri) – a differenza, ad esempio, della Germania – ha potenzialmente un grande influsso sul mercato obbligazionario francese.

⁶Il saldo delle entrate pubbliche e della spesa pubblica primaria (ossia la spesa escludendo il pagamento degli interessi): se le entrate superano la spesa primaria, un Paese genera un avanzo primario; se la spesa primaria è superiore alle entrate si parla di disavanzo primario.

2. LA FRANCIA È IL PAESE CON IL DISAVANZO PRIMARIO PIÙ ELEVATO DELL'EUROZONA E I SOGGETTI NON BANCARI ESTERI DETENGONO OLTRE IL 25% DEL DEBITO PUBBLICO FRANCESE



Fonte: Macrobond, FMI, Barclays Research, Reuters, UniCredit Group Investment Strategy, al 31.12.2023

Tuttavia, vale anche la pena osservare che il quadro della politica (monetaria) dell'Eurozona si è evoluto in meglio. Diversamente da circa 15 anni fa, la BCE ha a sua disposizione una "cassetta degli attrezzi" che di fatto le dà il diritto di intervenire sui mercati obbligazionari in qualsiasi momento. Con il "Transmission Protection Instrument" (TPI), che è ancora più facile da usare rispetto allo **strumento precedentemente istituito**⁷, l'Eurosistema può acquistare titoli da singoli Paesi in caso di sviluppi di mercato ingiustificati e disordinati, al fine di contrastare un deterioramento delle condizioni di finanziamento che non sia giustificato dai fondamentali specifici del Paese. La portata degli acquisti nell'ambito del TPI, effettuati sul **mercato secondario**⁸ e concentrati **su obbligazioni del settore pubblico**⁹, dipende dalla gravità dei rischi per la trasmissione della politica monetaria. Gli acquisti di obbligazioni non sono limitati a priori, ma l'applicazione del TPI presuppone che i Paesi interessati soddisfino i requisiti dell'UE in materia di bilanci pubblici, elemento cruciale per quanto riguarda la Francia. Il Chief Economist della BCE, Philip Lane, ha commentato i movimenti sul mercato obbligazionario francese, affermando che non appaiono "disordinati". Ciò significa che una delle condizioni necessarie per l'intervento della banca centrale non è soddisfatta. Tuttavia, riteniamo non improbabile che la BCE possa intervenire nel caso in cui i problemi specifici della Francia "si estendessero" ad altri Stati membri.

⁷Lo strumento delle operazioni definitive sui mercati secondari dei titoli di Stato (OMT), introdotto dopo la crisi dell'euro nel 2012 sotto il presidente della BCE Mario Draghi.

⁸Il mercato secondario è il sottomercato del settore finanziario sul quale vengono negoziati strumenti finanziari già emessi. È la controparte del mercato primario, dove vengono messi in circolazione nuovi strumenti finanziari.

⁹Se giudicato opportuno, si potranno prendere in considerazione titoli del settore privato.

CONCLUSIONI

Mentre il **successo del partito laburista**¹⁰ nel Regno Unito è stato insolitamente netto a inizio luglio e i conservatori hanno accusato il peggior risultato elettorale della loro storia, in Francia il rischio di un forte ribaltone politico sembra essere stato scongiurato dopo il secondo turno delle elezioni parlamentari anticipate. Per il momento, tuttavia, è probabile che l'incertezza politica perduri e, con essa, la volatilità sul mercato finanziario francese. Gli ultimi sviluppi sono già stati scontati e lo spread OAT-Bund pare aver raggiunto il picco. Un ulteriore e graduale deterioramento dell'affidabilità creditizia della Francia giustificerebbe, però, premi di rischio più elevati per i titoli di Stato francesi. Ciò è dovuto al fatto che il nuovo governo francese si trova ad affrontare importanti sfide di politica finanziaria malgrado numerose riforme economiche strutturali. Un ulteriore allentamento fiscale accrescerebbe la pressione sulle finanze già tirate del Paese, anche se piani di spesa radicali delle correnti politiche di sinistra e di destra non dovrebbero essere sul tavolo. Nel frattempo, i titoli azionari francesi potrebbero incontrare difficoltà a recuperare la sottoperformance di quest'anno nel confronto europeo, vista la sorprendente vittoria dell'alleanza di sinistra. La situazione poco chiara nel Parlamento francese potrebbe avere un impatto negativo sulla propensione delle imprese a investire e sulla spesa dei consumatori, rallentare riforme favorevoli alla crescita e, quindi, ostacolare la ripresa del mercato azionario francese.

¹⁰Il nuovo Primo Ministro è Keir Starmer, che ha ottenuto la maggioranza assoluta con i laburisti che hanno conquistato 411 dei 650 seggi parlamentari. I conservatori hanno vinto solo 121 seggi e i liberaldemocratici 72.

Nonostante le sfide in Francia, riteniamo nel complesso molto basso il rischio di una nuova ondata di crisi del debito sovrano europeo. Il fattore decisivo sarà probabilmente quanto il nuovo governo francese sarà disposto a rispettare le regole fiscali europee e sarà, inoltre, consapevole dei vincoli finanziari imposti dai mercati dei capitali. Tale ipotesi sembra essere la più probabile indipendentemente dalla composizione della futura maggioranza di governo.

Macro & Markets

La normalizzazione economica prosegue, la BCE lascia invariati i tassi d'interesse di riferimento

STATI UNITI: LE DINAMICHE ECONOMICHE CONTINUANO A DETTARE LEGGE – NORMALIZZAZIONE DEL MERCATO DEL LAVORO E INFLAZIONE MINACCIA LE PROSPETTIVE DI TAGLI DEI TASSI DI INTERESSE NEL SECONDO SEMESTRE

L'economia statunitense continua a perdere slancio, come segnala il calo degli indicatori anticipatori a giugno. L'indagine ISM (Institute for Supply Management) per l'industria manifatturiera evidenzia che il settore è ancora in difficoltà e non si intravede una vera ripresa. L'indice generale è leggermente diminuito e rimane al di sotto di **quota 50**¹¹ (si veda il Grafico 3). Un certo sostegno è giunto dagli ordini in entrata, che hanno registrato una lieve ripresa dopo il crollo di maggio, ma restano comunque deboli. I sottoindici relativi a produzione, occupazione e scorte sono tutti in calo e la persistente debolezza dei nuovi ordinativi lascia presagire una probabile stagnazione della produzione nel settore manifatturiero nei prossimi mesi. Anche l'indagine ISM per il settore dei servizi ha registrato un inatteso e consistente indebolimento a giugno, con l'indice generale tornato al di sotto della soglia dei 50 punti. Questa flessione indica che i consumatori stanno riducendo la spesa per servizi, superiore alla media dopo la pandemia, e prestano maggiore attenzione al portafoglio alla luce degli effetti ritardati della politica monetaria più restrittiva. Al contempo, i consumatori spendono meno per il tempo libero e si concentrano maggiormente su beni essenziali come i servizi sanitari.

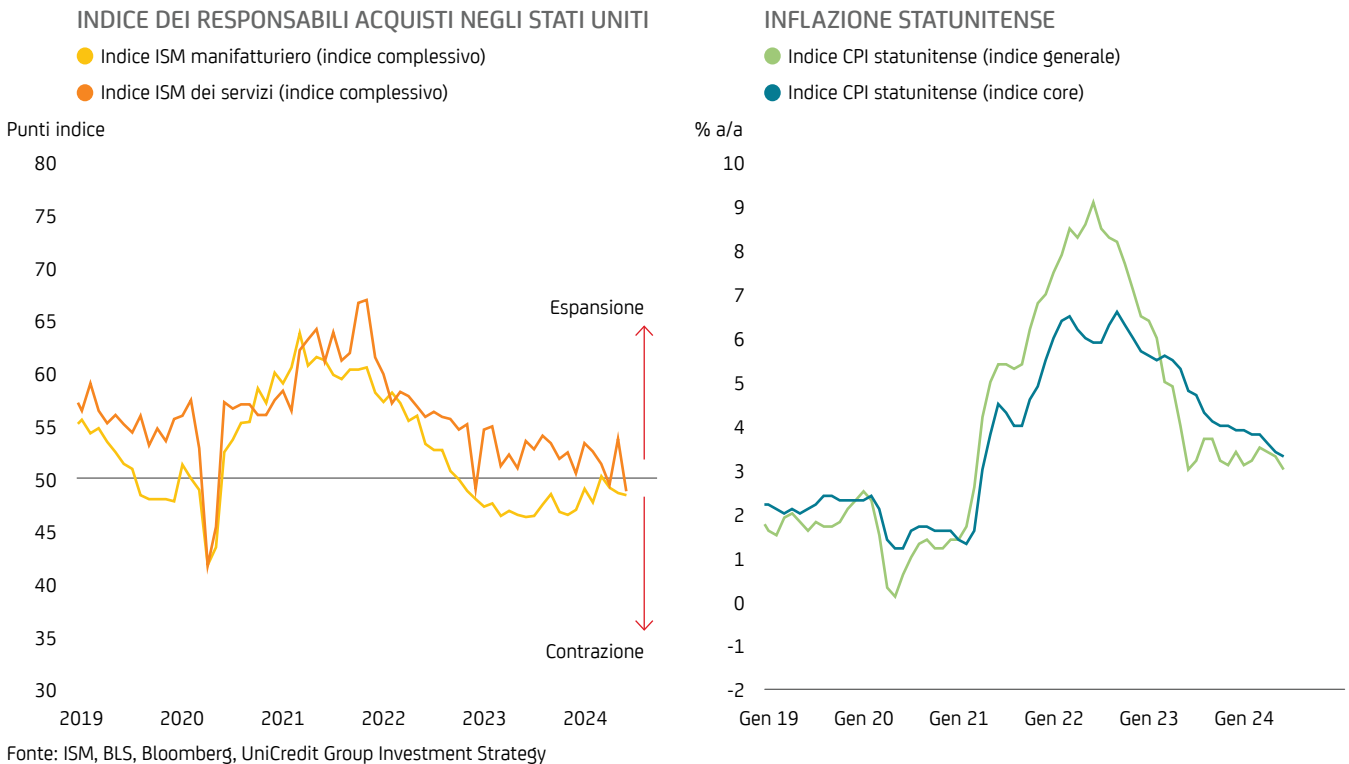
Il rallentamento dello slancio dell'economia si riflette anche sul mercato del lavoro. Sebbene il numero degli occupati nei settori non agricoli a giugno sia aumentato di oltre 200.000 unità, questo incremento è stato gonfiato dalla crescita degli occupati nella pubblica amministrazione e nella sanità. Nel settore privato (esclusi istruzione e sanità) il numero dei dipendenti è aumentato di sole 54.000 unità. Anche i dati di aprile e maggio sono stati rivisti al ribasso. Rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, l'inflazione generale ha nuovamente rallentato a giugno, scendendo dal 3,3% di maggio al 3,0%, mentre l'indice core è diminuito dal 3,4% al 3,3% (si veda il Grafico 3). Il **trend di disinflazione**¹² prosegue quindi verso il 2%, trainato principalmente da due robuste forze: gli affitti residenziali e i prezzi delle auto. È probabile che entrambe queste componenti continuino a spingere l'inflazione al ribasso nei prossimi mesi. Unitamente ai segnali di rallentamento del mercato del lavoro, i dati sull'inflazione di giugno dovrebbero rafforzare la fiducia dei funzionari della Federal Reserve (Fed) statunitense sul fatto che il momento dei tagli dei tassi di interesse si stia avvicinando.

Nel suo discorso semestrale al Congresso degli Stati Uniti a luglio, il presidente della Fed Powell ha ribadito il corso della politica monetaria della banca centrale statunitense. Secondo Powell, il mercato del lavoro rimane robusto e pressoché in equilibrio, senza segnali di surriscaldamento. Anche l'economia continua a espandersi a un ritmo sostenuto. Powell ha, inoltre, osservato che gli ultimi dati mensili sull'inflazione hanno mostrato progressi modesti e che servono ulteriori dati in questa direzione per avere maggiore fiducia sul fatto che l'inflazione si muova in modo sostenibile verso il 2%. Queste dichiarazioni potrebbero indicare che le ultime previsioni sull'inflazione alla riunione della Fed di giugno erano un po' troppo pessimistiche. Il rialzo dell'inflazione non è, peraltro, l'unico rischio che la Fed deve affrontare. Un allentamento della politica monetaria tardivo o di entità inadeguata potrebbe indebolire eccessivamente economia e occupazione. Nonostante ciò, Powell continua a essere cauto quando si tratta di segnalare un inizio a breve dell'allentamento monetario. Ci aspettiamo che il simposio di Jackson Hole (22-24 agosto 2024) venga utilizzato per annunciare l'imminente inversione di tendenza della politica monetaria.

¹¹Valori inferiori alla soglia di 50 indicano generalmente una contrazione dell'attività economica.

¹²Per disinflazione si intende una situazione in cui i tassi di inflazione diminuiscono nel tempo ma sono ancora superiori allo zero.

3. I PRIMI INDICATORI STATUNITENSIS SEGNALANO UNA DEBOLEZZA IMPREVISTA, I TASSI DI INFLAZIONE CONTINUANO A SCENDERE



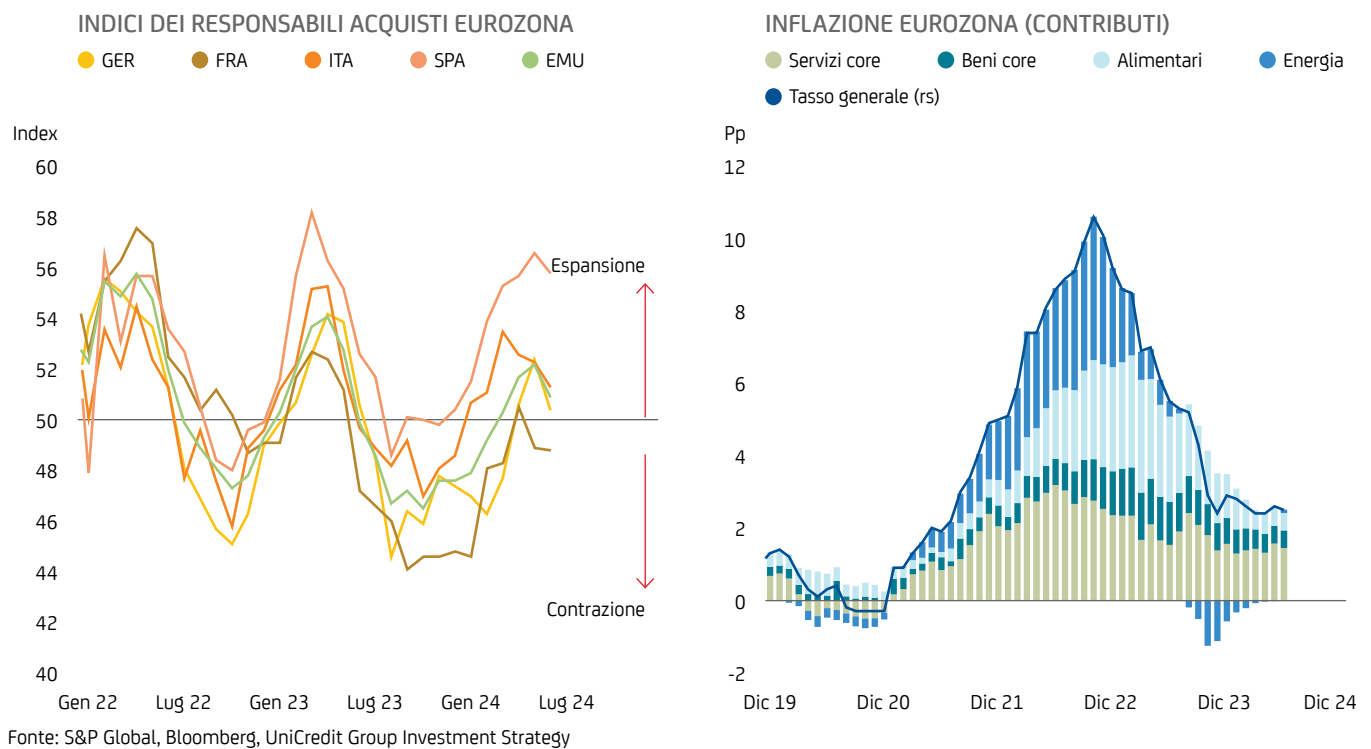
EUROZONA: RIPRESA PIÙ DEBOLE, MA ANCORA IN CORSO – LA BCE MANTIENE LE INDICAZIONI PRINCIPALI E TIENE APERTE TUTTE LE OPZIONI

Gli indicatori anticipatori suggeriscono che l'economia dell'Eurozona ha perso slancio verso la fine del secondo trimestre. Ci aspettiamo, tuttavia, che la ripresa in atto dall'inizio dell'anno sia proseguita nel secondo trimestre. A livello nazionale, l'indice dei responsabili degli acquisti per la Germania è poco sopra la soglia dei 50 punti, segnale che l'economia tedesca ha ristagnato a giugno (si veda il Grafico 4). In Francia l'economia continua a contrarsi, anche se il ritmo della flessione è almeno rallentato; l'indice generale è poco al di sotto dei 49 punti. Italia e Spagna sono ancora ampiamente al di sopra della soglia dei 50 punti e mostrano che le due economie meridionali stanno ancora crescendo in modo significativo, anche se lo slancio si è di recente affievolito in queste regioni. In un confronto europeo, l'indice spagnolo, in particolare, rimane nella fascia alta con oltre 55 punti, il che significa che il quadro economico generale nell'Eurozona è rimasto sostanzialmente invariato a giugno.

Nel frattempo, il calo dell'inflazione nell'Eurozona prosegue lentamente. L'inflazione dei prezzi al consumo nell'Eurozona è scesa al 2,5% su base annua a giugno, dopo essere salita al 2,6% nel mese precedente. Il tasso core è rimasto al 2,9% a giugno. L'attenzione resta puntata sulla vischiosità dei prezzi dei servizi nell'indice core (esclusi energia e alimentari, si veda il Grafico 4), nel quale uno dei principali fattori trainanti è la persistente elevata inflazione di una serie di componenti (tra cui assicurazioni, pacchetti vacanza e alberghi). Al contrario, la deflazione dei prezzi dei beni durevoli sta avendo un effetto frenante sui beni di base. Anche se il trend di disinflazione prosegue, ipotizziamo che l'allentamento della pressione salariale ridurrà anche l'inflazione core e spingerà ulteriormente l'inflazione generale verso il 2% nel secondo semestre.

Come previsto, la Banca centrale europea (BCE) ha lasciato invariata la propria politica monetaria a luglio. Ha inoltre ribadito il suo approccio basato sui dati e ha espresso cautela riguardo alle prospettive di ulteriori tagli dei tassi di interesse. È importante, tuttavia, che la Presidente della BCE Lagarde abbia riconosciuto che le nuove informazioni "in linea di massima supportano" la valutazione dell'inflazione di giugno, il che significa che la banca centrale rimane in carreggiata per ulteriori tagli dei tassi. Una serie di nuove previsioni macroeconomiche saranno pubblicate in occasione della prossima riunione di settembre. Poiché presumiamo che le previsioni di inflazione della BCE saranno ampiamente confermate, a settembre pare probabile un ulteriore taglio dei tassi di 25 punti base (pb). Continuiamo a ritenere che la BCE sia entrata in un ciclo di lento allentamento con tagli dei tassi di interesse di 25 pb al trimestre fino alla fine del prossimo anno.

4. L'ECONOMIA DELL'EUROZONA PERDE SLANCIO, I PREZZI DEI SERVIZI RIMANGONO IL PRINCIPALE FATTORE DI INFLAZIONE



CINA: LA RIPRESA ECONOMICA È INFERIORE ALLE ATTESE NEL SECONDO TRIMESTRE

La crescita del PIL cinese è rallentata nel secondo trimestre dal 5,3% del primo trimestre al 4,7% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, ben al di sotto delle stime del mercato del 5,1% (si veda il Grafico 5). La principale causa di tale flessione è stata la crescita più lenta delle vendite al dettaglio. Domanda interna e fiducia dei consumatori sono rimaste deboli, anche tenendo conto degli effetti frenanti stagionali (quali eventi meteorologici estremi e inondazioni). Per contro, la crescita della produzione industriale ha superato le aspettative del mercato, sottolineando la natura disomogenea della ripresa cinese. La domanda estera relativamente solida ha sostenuto il settore manifatturiero: le esportazioni sono aumentate a giugno di oltre l'8% anno su anno, dopo una crescita del 7,5% circa a maggio. Il settore secondario, che comprende industria manifatturiera e costruzioni, è cresciuto di oltre il 5% anno su anno nel secondo trimestre rispetto al 6,0% nel primo trimestre, mentre il settore terziario, che comprende i servizi, è aumentato di poco più del 4% rispetto al 5% nel primo trimestre.

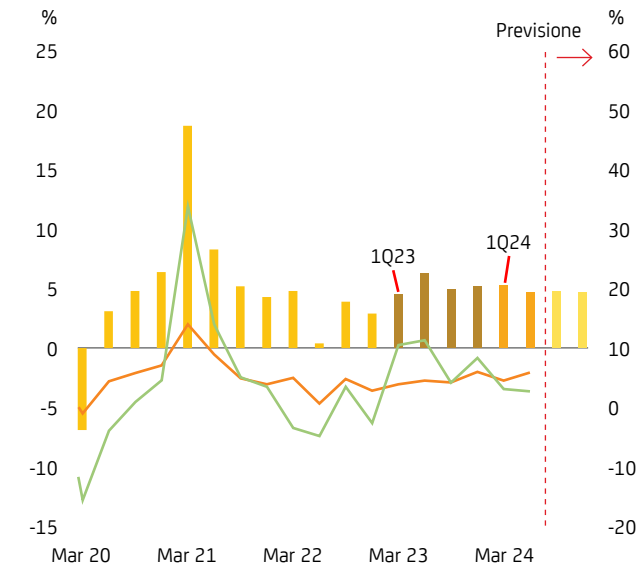
Nonostante la persistente debolezza, il mercato immobiliare mostra i primi segni di raggiungimento del punto minimo. A giugno i prezzi dei nuovi appartamenti hanno continuato a diminuire, ma in misura minore rispetto al mese precedente. Il volume delle compravendite di immobili residenziali ha mostrato un andamento analogo, anche se meno pronunciato. L'aumento delle vendite di appartamenti ha sostenuto il finanziamento dei costruttori edili e, di conseguenza, il calo su base annua di questo segmento a giugno è stato leggermente inferiore a quello di maggio, pari al 12% circa (si veda il Grafico 5). Emergono, inoltre, segnali di ripresa della domanda nelle città principali. Malgrado ciò, il mercato immobiliare si trova da tre anni in una fase di marcata debolezza, una situazione che si riflette anche sulla fiducia dei consumatori e sui consumi. Il debole andamento dell'economia a partire dalla pandemia continua a pesare sui progetti di consumo delle famiglie e, di conseguenza, anche sulla domanda di immobili residenziali.

Anche gli indicatori anticipatori cinesi hanno tracciato un quadro piuttosto contrastato a giugno. L'indice Caixin dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero ha sovraperformato l'indice ufficiale a giugno, proseguendo il trend avviato dalla riapertura dell'economia cinese all'inizio dello scorso anno. A poco meno di 52 punti, l'indice ha raggiunto il livello più alto degli ultimi sei mesi, mentre l'indice ufficiale dei responsabili degli acquisti dell'Ufficio nazionale di statistica è rimasto invariato poco al di sotto della soglia dei 50 punti. L'indice Caixin dei responsabili degli acquisti per il settore dei servizi è sceso poco al di sopra dei 50 punti a giugno, il livello più basso dall'ottobre 2023. Il calo è stato in gran parte di natura stagionale, dopo che l'indice aveva beneficiato di un forte aumento del turismo interno a maggio a causa delle festività della Golden Week. L'indice ufficiale del settore dei servizi è sceso a poco più di 50 punti, indicando un rallentamento della crescita.

5. LA RIPRESA DELL'ECONOMIA CINESE STA PERDENDO SLANCIO, PRINCIPALMENTE A CAUSA DELLA DEBOLE DOMANDA INTERNA E DEL PERDURARE DELLA CRISI DEL SETTORE IMMOBILIARE

CRESCITA CINESE

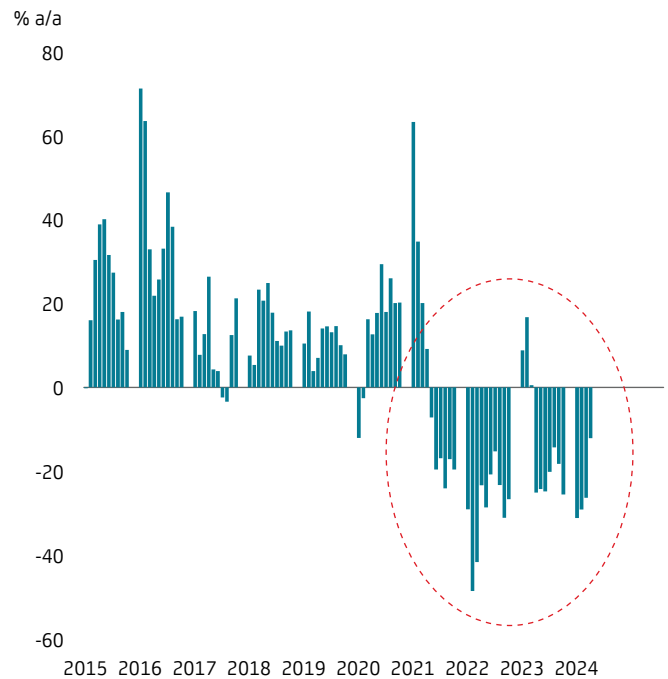
- Crescita PIL cinese (a/a)
- Produzione industrial (a/a) (scala dx)
- Vendite al dettaglio (a/a) (scala dx)



Fonte: NBS of China, Bloomberg, UniCredit Group Investment Strategy

SETTORE IMMOBILIARE CINESE

- Vendite di immobili residenziali



MERCATI FINANZIARI: LE PROSPETTIVE DI ATTERRAGGIO MORBIDO HANNO FORNITO SOSTEGNO, MA DI RECENTE I FATTORI POLITICI STANNO PESANDO SUI MERCATI DI TUTTO IL MONDO

Giugno è stato caratterizzato da un clima sostanzialmente positivo sui mercati finanziari globali. Le prospettive di “atterraggio morbido” dell’economia statunitense e di graduale ripresa nell’Eurozona sono state sostenute dal proseguimento della solida performance dell’economia globale (nonostante l’andamento economico leggermente più debole in Cina). Nonostante ci siano stati segnali di una politica monetaria in qualche modo **restrittiva**¹³ negli Stati Uniti, in particolare a causa dei dati sull’inflazione statunitensi persistentemente elevati, gli ultimi dati e le dichiarazioni di alcuni rappresentanti della Fed statunitense indicano che l’orientamento di base resta accomodante e che la narrazione sulla riduzione dei tassi d’interesse rimane intatta. Nel periodo di riferimento (1° giugno-19 luglio) hanno beneficiato di questo contesto soprattutto i titoli tecnologici negli Stati Uniti, che hanno sostenuto gli indici azionari locali. In Europa, invece, l’esito delle elezioni europee (metà giugno) e delle nuove elezioni in Francia (fine giugno) ha pesato sui mercati azionari (si veda la tabella).

L’aspettativa di tagli dei tassi d’interesse a breve ha lasciato il segno anche sui mercati obbligazionari. Nel periodo in esame la domanda di obbligazioni è proseguita, come riflesso dal calo dei rendimenti sia negli Stati Uniti che nell’Eurozona (si veda la tabella). Le nuove elezioni in Francia indette per fine giugno hanno determinato un temporaneo aumento dei premi di rendimento dei titoli di Stato francesi e di altri paesi periferici, come Italia e Spagna (si veda anche la sezione “In evidenza”). Il fatto che il partito populista di destra Rassemblement National alla fine sia arrivato solo terzo nel secondo turno delle nuove elezioni parlamentari in Francia e che l’alleanza di sinistra non sia stata in grado di ottenere la maggioranza in Parlamento (il che significa che l’attuale governo di Emmanuel Macro rimane in carica per la prima volta ad interim) ha provocato un nuovo calo significativo degli spread di rendimento.

¹³Con “restrittivo” si intende un orientamento di politica monetaria che punta a controllare l’inflazione piuttosto che a stimolare la crescita economica. L’opposto è accomodante.

I prezzi del petrolio sono aumentati bruscamente a giugno, sostenuti dalla conferma di tagli alla produzione da parte dell'OPEC+ (Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio più Russia) fino alla fine del 2025 e dalla prospettiva di una domanda stabile di petrolio grazie alle solide prospettive di crescita globale e allo stimolo positivo della politica monetaria. Quest'ultimo è stato in qualche modo messo in discussione a luglio dai deboli dati sulla crescita della Cina per il secondo trimestre, a seguito dei quali i prezzi del petrolio hanno ceduto parte dei loro guadagni nella prima metà di luglio. Il prezzo dell'oro è aumentato in modo significativo nel periodo di riferimento, spinto dalla prospettiva di una politica monetaria statunitense più accomodante e di due ulteriori tagli dei tassi di interesse nel secondo semestre 2024. In questo contesto, il tasso di cambio dell'euro ha ricevuto buon supporto e si è ulteriormente apprezzato rispetto al dollaro USA, dopo aver perso leggermente terreno nel periodo precedente le elezioni europee.

Asset Allocation dei nostri portafogli in gestione

Classi d'investimento		Universo investibile	Posizionamento		
			Sottopeso	Neutrale	Sovrappeso
Principali classi d'investimento		Azioni globali	○	●	○
		Obbligazioni globali	○	○	●
		Mercati monetari	●	○	○
		Alternativi	○	●	○
Principali asset class in dettaglio	Azioni	USA	○	●	○
		Europa	○	●	○
		Pacifico (MS ¹)	○	○	●
		Mercati emergenti	○	●	○
	Obbligazioni	Titoli di Stato in Euro	○	●	○
		Titoli di Stato non in Euro	○	●	○
		Obbligazioni corporate IG in Euro	○	○	●
		Obbligazioni corporate HY	●	○	○
		Obbligazioni Mercati Emergenti (valuta forte)	○	●	○
	Materie prime	Obbligazioni Mercati Emergenti (valuta locale)	○	○	●
		Petrolio	○	●	○
		Oro	○	●	○
				○	●

¹MS=Mercati sviluppati (Australia, Giappone, Hong Kong, Nuova Zelanda, Singapore)

UniCredit Group Investment Strategy – Asset Allocation

NEUTRALI SULLE AZIONI GLOBALI

Il contesto per i mercati azionari globali rimane favorevole. L'economia statunitense rimane solida nonostante i segnali di rallentamento e appare sempre più chiaro che anche l'economia europea ha toccato il fondo. Le aspettative sono di conseguenza costruttive. Inoltre, la prospettiva di una politica monetaria meno restrittiva continua a fornire sostegno. Le valutazioni elevate in alcune aree e i rischi geopolitici rimangono rischi non trascurabili.

NEUTRALI AZIONI EUROPA

I recenti dati macroeconomici favorevoli, che hanno spesso superato le aspettative, indicano che l'economia europea sta guadagnando slancio. Il mercato del lavoro nell'Eurozona rimane solido e il raffreddamento dell'inflazione sostiene i redditi reali. Le valutazioni ancora relativamente favorevoli delle azioni europee sostengono questa classe d'investimento, che offre di conseguenza buone opportunità per gli investitori orientati al valore e alla qualità.

NEUTRALI AZIONI USA

Il solido contesto macroeconomico è positivo per le azioni statunitensi, anche se i recenti dati suggeriscono un rallentamento della crescita. Dopo gli ultimi dati incoraggianti sull'inflazione, si prevede che la Fed avvierà la riduzione dei tassi già a settembre. Le valutazioni delle azioni statunitensi rimangono elevate e l'indice azionario S&P 500 presenta un'estrema concentrazione del mercato.

NEUTRALI AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI

In Asia, rimaniamo strategicamente cauti sulle azioni cinesi. La ripresa rimane debole, come testimonia la crescita del PIL del secondo trimestre, e trainata principalmente dalle esportazioni. Tuttavia, le valutazioni piuttosto favorevoli potrebbero far pensare a un limitato recupero tattico in vista delle misure di stimolo fiscale e monetario. Nel complesso, tuttavia, le valutazioni delle azioni dei mercati emergenti appaiono relativamente favorevoli. Continuiamo a preferire una ponderazione neutrale, anche se rimane essenziale un approccio selettivo ai mercati emergenti per paese e settore.

SOVRAPPESO SULLE AZIONI DEL PACIFICO (GIAPPONE)

La solida crescita dei salari rimane un fattore di sostegno per le azioni giapponesi. Il fatto che la Banca del Giappone (BoJ) abbia posto fine all'era dei tassi di interesse negativi e abbia abbandonato la politica di controllo della curva dei rendimenti è stato ampiamente scontato dai mercati. L'aumento degli utili societari e la riforma della Borsa di Tokyo hanno inoltre incoraggiato ampi riacquisti di azioni. Sia il numero che il relativo volume di riacquisti di azioni annunciati hanno raggiunto il livello più alto dal 2009. Le valutazioni non appaiono costose nonostante la recente performance. Tuttavia, poiché il Giappone è un importante importatore di cibo ed energia, una debolezza sostenuta dello yen potrebbe avere un impatto sull'inflazione e quindi anche sulla politica monetaria della BoJ.

SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI GLOBALI

Alla luce dei rendimenti attuali e del cambiamento di politica monetaria da parte delle principali banche centrali occidentali, le obbligazioni globali continuano a offrire un profilo rischio-rendimento competitivo e interessante. Con l'inflazione che continua a raffreddarsi, ribadiamo la nostra preferenza strategica per le "obbligazioni di alta qualità", come le obbligazioni societarie e governative euro investment grade. I titoli di Stato a lunga scadenza possono svolgere un prezioso ruolo di "copertura macro" in caso di rallentamento economico significativo (anche se questo non è il nostro scenario di base).

SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE INVESTMENT GRADE IN EURO

Gli spread di credito sulle obbligazioni societarie denominate in euro, che continuano a essere sostenuti dalla tenuta del ciclo economico e dalla continua ricerca di rendimento da parte degli investitori, sono a livelli storicamente ristretti nonostante i recenti sviluppi in Francia. Nel complesso, si prevede che i fondamentali delle società IG rimangano solidi grazie a bilanci sani, utili superiori alle attese, solidi saldi di cassa e bassi livelli di leva finanziaria rispetto alle medie di lungo periodo. I tassi di default potrebbero aumentare, ma ciò non è motivo di preoccupazione.

SOTTOPESO SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD

Gli spread creditizi delle obbligazioni societarie ad alto rendimento (HY), in particolare quelli delle società con basso rating, non sembrano ancora riflettere appieno un eventuale rallentamento sensibile dell'economia. Inoltre, le obbligazioni HY non sono sufficientemente liquide e quindi appaiono ancora meno interessanti nell'attuale fase del ciclo economico.

NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO EUROZONA

Dopo che la BCE ha dato il via alla svolta sui tassi d'interesse, manteniamo la nostra visione costruttiva su questa asset class in un contesto di raffreddamento dell'inflazione e in previsione di ulteriori tagli dei tassi d'interesse nella seconda metà dell'anno. La nostra ponderazione neutrale per questa classe d'investimento rimane invariata.

NEUTRALI SUI TITOLI DI STATO NON EUROZONA

Di recente sono diventati più visibili i segnali di rallentamento dell'economia statunitense. Tuttavia, benché ridotto, persiste il rischio che la Fed inizi il suo ciclo di allentamento più tardi e che la portata dei tagli ai tassi d'interesse sia meno ampia del previsto, nonostante la recente sorpresa positiva dei dati sull'inflazione.

NEUTRALI SULLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA FORTE

Le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte offrono in genere un interessante carry (vantaggio di rendimento rispetto ai titoli di Stato in euro), ma la nostra attenzione resta rivolta alle obbligazioni di alta qualità. Il rischio di credito e valutario va sempre considerato quando si investe in obbligazioni dei mercati emergenti. Rimaniamo difensivi e selettivi e continuiamo a evitare i Paesi con un elevato debito estero e deficit delle partite correnti.

SOVRAPPESO SULLE OBBLIGAZIONI DEI MERCATI EMERGENTI IN VALUTA LOCALE

Anche le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale offrono un carry interessante. C'è spazio per tagli dei tassi di interesse, che potrebbero avvantaggiare questa asset class. Inoltre, le valute dei mercati emergenti appaiono sottovalutate e probabilmente recupereranno terreno quando la Fed inizierà a tagliare i tassi di interesse. I potenziali rischi di credito e le fluttuazioni delle valute estere, che sono spesso più elevate nei mercati emergenti, possono influenzare i rendimenti potenziali.

SOTTOPESO SUI MERCATI MONETARI

La liquidità offre generalmente rendimenti interessanti, ma preferiamo gli investimenti in classi di attività a reddito fisso a rendimento più elevato, come le obbligazioni societarie denominate in euro con buoni rating creditizi, poiché continuiamo a prevedere un (ulteriore calo) dei tassi di interesse negli Stati Uniti e nell'Eurozona.

NEUTRALI SUGLI ALTERNATIVI

Gli investimenti alternativi continuano a offrire un potenziale di diversificazione per il portafoglio. Gli asset reali beneficiano del loro ruolo di strumenti di copertura contro l'inflazione.

NEUTRALI SULLE COMMODITIES

Le basse scorte petrolifere, i tagli alla produzione da parte dell'OPEC+ (i principali paesi produttori di petrolio e la Russia, per un totale di 23 stati) e le tensioni geopolitiche stanno sostenendo i prezzi del petrolio. Tuttavia, l'OPEC+ eliminerà gradualmente i tagli di 2,2 milioni di barili al giorno a partire da ottobre 2024.

NEUTRALI SULL'ORO

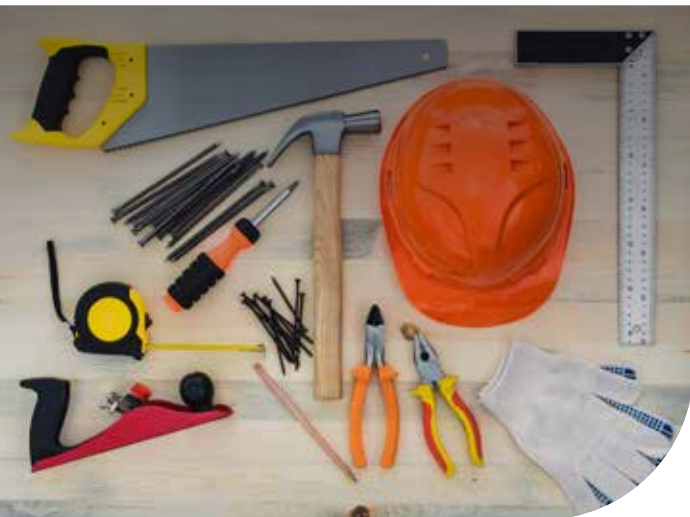
L'oro continua a beneficiare dell'aumento degli acquisti da parte delle banche centrali, in particolare da parte della Banca Popolare della Cina dopo che gli Stati Uniti e l'UE hanno deciso di congelare le riserve valutarie della banca centrale russa. Anche le aspettative di tassi di interesse più bassi e le incertezze geopolitiche rimangono fattori di supporto

VALUTE

Gli ultimi dati macro, in particolare il raffreddamento dell'inflazione statunitense, confermano il nostro scenario che prevede tre tagli dei tassi entro dicembre. Di conseguenza, il dollaro USA dovrebbe rimanere penalizzato dal fatto che i mercati continueranno a scontare un intenso allentamento da parte della Fed nella restante parte del 2024.

Come investire

Idee di investimento nello scenario attuale



INVESTIMENTI AZIONARI

LA NOSTRA IDEA: EDGE AI, LA NUOVA FRONTIERA DELL'INTELLIGENZA ARTIFICIALE

Lo sviluppo dell'intelligenza artificiale (AI) è stato un tema caldo nel settore tecnologico per più di un decennio ma solo l'introduzione dell'AI generativa, nota come GenAI, ha reso l'AI protagonista nel mondo degli investimenti e ha lanciato un'ondata di innovazione e trasformazione senza precedenti, nonostante la sua integrazione sia stata finora limitata ad alcuni ambiti specifici della catena di valore. Per integrare realmente l'intelligenza artificiale in tutti gli aspetti della vita dei consumatori e per migliorare la produttività delle aziende risulta sempre più necessario estendere i carichi di lavoro ai dispositivi ai margini delle reti (edge). Questa necessità porta l'Edge AI sotto i riflettori in quanto rappresenta il prossimo passo cruciale per creare un'esperienza AI più completa e accessibile.

A differenza dell'AI "tradizionale", che si basa su un'attività di calcolo centralizzata svolta nei grandi datacenter, l'Edge AI prevede l'implementazione di algoritmi e calcoli vicino al luogo in cui i dati vengono raccolti, ovvero direttamente sui dispositivi hardware dell'utente, come smartphone, dispositivi indossabili e sensori. Ciò permette ai dispositivi di elaborare dati in millisecondi e accelerare il processo decisionale, fornendo risposte e feedback quasi istantanei. Esempi di Edge AI includono smartphone che forniscono traduzioni accurate e in tempo reale o auto a guida autonoma che elaborano i dati dei sensori in tempo reale per rilevare oggetti, mantenersi sulla giusta corsia e prevenire collisioni.

Per comprendere il potenziale innovativo dell'Edge AI rispetto a un modello centralizzato, è importante distinguere le due principali attività coinvolte nel processo di sviluppo di un modello AI: formazione e inferenza. La prima fase si focalizza sullo sviluppo dell'intelligenza all'interno del modello, alimentandolo con grandi set di dati, che lo stesso analizza per riconoscere schemi e correlazioni, in modo simile a come un robot impara a svolgere le attività specifiche per cui è programmato come il sollevamento di un peso. Una volta che il modello AI è stato addestrato correttamente, diventa in grado di fare previsioni, prendere decisioni e trarre conclusioni anche da nuovi dati e senza ulteriori input che gli suggeriscano l'output desiderato, così come un robot AI sviluppa la capacità di svolgere il compito del sollevamento del peso, per cui è addestrato, anche con un nuovo oggetto a lui sconosciuto. Questo processo è noto come inferenza. Durante questa fase, il modello prende vita ed esegue attività in risposta alle richieste dell'utente. Quasi tutte le applicazioni dell'intelligenza artificiale che osserviamo nel mondo reale si basano sull'inferenza, con esempi comuni come i Large Language Models (LLMs) tra cui ChatGPT, l'analisi predittiva e l'assistenza clienti tramite chatbot e assistenti virtuali. L'attuale tecnologia basata sull'inferenza condotta a livello centralizzato presenta diverse limitazioni principalmente legate a costi elevati per la gestione dell'infrastruttura e il trasferimento dei dati, al ritardo nella generazione della risposta e al sovraccarico della rete attribuibile all'invio di dati da e verso il dispositivo hardware e problemi di privacy, poiché la trasmissione di dati sensibili sulle reti aumenta il rischio di violazioni degli stessi e di attacchi informatici. Queste problematiche riducono significativamente l'universo delle possibili applicazioni che possono essere sviluppate in ambiente AI, costringendo la tecnologia a rimanere a un livello molto elementare e non lontano dallo stato di sviluppo già raggiunto. L'Edge AI fornisce una soluzione al superamento di questi limiti in quanto consente di distribuire l'inferenza su tutta la rete suddividendola tra data center, server edge e dispositivi hardware.

Negli ultimi mesi gli investitori hanno iniziato ad ampliare la loro esposizione all'interno del tema AI, diversificando dagli AI Enabler, e Edge AI sembra essere posizionato per beneficiare del proseguo di questa dinamica, emergendo come tema dominante nel medio termine. Nonostante le implicazioni ed applicazioni di questa tecnologia siano numerose, l'introduzione di prodotti di consumo integrati con Edge AI rappresenta l'opportunità più immediata e visibile in quanto favorisce la diffusione dell'Edge AI su larga scala. Di recente diversi colossi tecnologici hanno infatti annunciato il lancio di nuovi prodotti, tra cui smartphone, battezzati "IntelliPhone", e PC. In contrasto alla mancanza di innovazione largamente criticata e che ha caratterizzato queste categorie di prodotto negli ultimi anni, gli IntelliPhone sono pronti a trasformare radicalmente il modo in cui interagiamo con i nostri telefoni e il tipo di attività che possiamo svolgere con essi. Secondo Bank of America, i nuovi dispositivi avranno una consapevolezza del contesto che consentirà funzioni di assistenza personale, elaborazione del linguaggio, monitoraggio della salute, elaborazione delle immagini e riconoscimento degli oggetti molto più avanzate. Saranno inoltre capaci di generare avvisi predittivi, ad esempio in merito allo stato di salute, e offriranno maggiore tutela dei dati e della privacy, una gestione più efficiente della batteria, esperienze di realtà aumentata e virtuale e altre esperienze personalizzabili. Le società esposte al tema hanno l'opportunità di far crescere significativamente il proprio business partecipando ed accelerando il ciclo pluriennale di sostituzione dei dispositivi da parte dei consumatori, imponendo prezzi premium per i nuovi dispositivi e creando nuove opportunità di guadagno con funzionalità on-device e "killer-apps". L'introduzione di tali dispositivi e servizi dà modo agli investitori di esporsi al tema posizionandosi sulle prime linee nell'applicazione della tecnologia stessa. In alternativa, l'esposizione al tema può essere costruita in modo più indiretto attraverso designer e produttori di semiconduttori, sensori e apparecchiature per la produzione di chip specifici per l'edge così come attraverso aziende che offrono soluzioni di software avanzate.

INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI

LA NOSTRA IDEA: IL CALO DELL'INFLAZIONE FAVORISCE I MERCATI OBBLIGAZIONARI

Nel corso delle ultime settimane i dati sull'inflazione americana ed europea hanno evidenziato un progressivo rallentamento e un ulteriore avvicinamento agli obiettivi delle banche centrali. Negli Stati Uniti, a giugno, il paniere dei beni al consumo è cresciuto del 3% rispetto lo stesso mese dello scorso anno. L'inflazione core, quella che esclude le componenti più volatili del paniere, è al 3,3%, valori minimi da aprile 2021. I prezzi dei servizi in particolare, che rappresentano la componente che è stata più interessata agli aumenti degli ultimi mesi, hanno mostrato un ulteriore rallentamento. Sulla nostra sponda dell'oceano i dati sono ancora più incoraggianti: a giugno i prezzi al consumo dell'Eurozona crescono del 2,5% rispetto lo stesso mese dell'anno precedente e non lontano dall'obiettivo della Banca Centrale Europea (2%)

Al calo dell'inflazione ha contribuito, oltre la politica restrittiva delle banche centrali, anche la riduzione dei prezzi di alcune materie rispetto ai picchi toccati nel corso della prima parte dell'anno. Il rame in particolare viene ora scambiato nella borsa di Londra sotto i 10.000 dollari a tonnellata rispetto i quasi 11.000 di fine maggio e il petrolio WTI è in area 80\$ a barile rispetto gli 87\$ di fine aprile. Anche il prezzo delle materie prime agricole quali grano e mais sono in deciso calo da inizio anno.

Dal punto di vista macroeconomico i nuovi dati pubblicati nel corso del mese confermano che l'economia americana è ancora robusta con quale segnale di normalizzazione e che quella europea è debole ma non in affanno. Questo contesto di inflazione e di crescita economica può consentire alle banche centrali di allentare la stretta monetaria che si era resa necessaria per fronteggiare l'aumento dei prezzi post Covid. La BCE, pur senza impegnarsi formalmente rispetto alle prossime mosse, ha già inaugurato il ciclo del taglio tassi in occasione della riunione di politica monetaria di inizio giugno. I mercati future stimano ora che la FED effettuerà il primo taglio dei tassi in occasione del meeting della seconda metà di settembre.

I mercati obbligazionari hanno beneficiato di questo scenario macroeconomico. Il rendimento del Treasury a 10 anni è passato dal 4,60% di fine maggio a un livello inferiore il 4,20% a metà luglio. Il tasso del Bund decennale ha registrato un movimento analogo ed è diminuito di circa 30 punti base arrivando in area 2,40%. Riteniamo che i titoli obbligazionari degli emittenti più solidi e sicuri (c.d. core) continueranno a beneficiare del rallentamento dell'inflazione e del conseguente allentamento monetario da parte delle banche centrali.

Per quanto riguarda il mercato obbligazionario europeo, nel corso del mese di giugno esso è stato inoltre marcatamente influenzato dall'esito delle elezioni europee. Soprattutto in Francia ma non solo, le elezioni europee hanno premiato i partiti con programmi che promettono un forte

aumento della spesa pubblica e con retoriche nazionalistiche più che comunitarie. Questo ha causato un allargamento dello spread tra i rendimenti dei titoli degli emittenti più indebitati e fiscalmente meno parsimoniosi e quelli degli stati più solidi e rigorosi (es. Germania, Olanda, Irlanda). La successiva mossa a sorpresa del capo di Stato francese, Emmanuel Macron, di indire elezioni anticipate ha aggiunto incertezza e aumentato la volatilità dello spread tra il rendimento dei titoli di stato francesi e quelli tedeschi. Il risultato delle elezioni francesi non ha comunque decretato un unico vincitore ed è probabile che la futura coalizione di governo comprenda i partiti più moderati e che le ipotesi di spesa verranno riviste in ottica più conservativa.

Reputiamo che l'attuale livello dello spread OAT-Bund rifletta più correttamente rispetto a qualche settimana fa i fondamentali macroeconomici dello stato francese e che il ritorno a un livello di spread analogo a quello registrato prima delle elezioni sia improbabile, almeno nel breve termine. I titoli obbligazionari dei paesi a più alto indebitamento potrebbero incontrare nuove fasi di volatilità e quindi per i clienti più cauti preferiamo optare per titoli più sicuri e scadenze più brevi.

Per quanto riguarda le obbligazioni corporate dell'eurozona nel corso del mese di giugno abbiamo assistito a un aumento degli spread creditizi in concomitanza dei risultati delle elezioni europee e delle successive elezioni francesi. Questo incremento è stato però momentaneo e il livello degli spread è già tornato a livelli di fine maggio. A dispetto delle valutazioni, che in prospettiva storica rimangono relativamente elevate, riteniamo che il credito europeo possa ancora offrire buone opportunità per i nostri clienti.

I fondamentali delle imprese rimangono robusti, con livelli di indebitamento relativamente contenuti e, in media, con ampi livelli di liquidità che consentiranno loro di affrontare eventuali future incertezze economiche o tensioni sui mercati finanziari. Anche i fattori tecnici sono a supporto del credito. Nella prima parte dell'anno i flussi in entrata sull'asset class sono stati decisamente positivi e l'offerta di nuove emissioni è stata assorbita con facilità. La selezione degli emittenti in ambito corporate rimarrà centrale in un mercato che tuttavia rimane volatile anche a causa dell'incertezza in merito alle variabili macroeconomiche e delle tensioni geopolitiche.

In conclusione manteniamo un'impostazione costruttiva sul reddito fisso nel suo complesso – in particolare sui titoli Governativi a più elevato standing creditizio e sul Corporate Euro Investment Grade – preferendo una gestione tattica della duration, degli spread governativi e di quelli creditizi.

In una gestione di portafoglio bilanciata, il reddito fisso riprende il suo ruolo di elemento stabilizzante dei portafogli, grazie al rendimento a scadenza positivo e al flusso delle cedole. Inoltre, in caso di tensioni geopolitiche e di eventuali ribassi dei mercati azionari la componente obbligazionaria può rappresentare un bene rifugio e un alleato prezioso per proteggersi dalla volatilità.

ANDAMENTO DEI PRINCIPALI INDICATORI FINANZIARI

Da	19.07.23	19.07.19	17.07.20	19.07.21	19.07.22	19.07.23	19.07.19	01.01.24
A	19.07.24	19.07.20	19.07.21	19.07.22	19.07.23	19.07.24	19.07.24	19.07.24
Indici azionari (ritorni, in %)								
MSCI Globale (in USD)	19,6	6,8	32,2	-9,9	18,6	19,6	79,6	13,4
MSCI Mercati Emergenti (in USD)	10,2	3,1	27,5	-23,2	7,5	10,2	18,8	8,5
MSCI USA (in USD)	23,2	10,9	35,3	-8,3	18,1	23,2	99,9	15,9
MSCI Europa (in EUR)	13,4	-2,1	21,9	-0,2	12,8	13,4	52,9	9,1
MSCI AC Asia Pacifico (in USD)	12,7	6,4	25,5	-20,5	10,6	12,7	30,1	9,9
STOXX Europe 600 (in EUR)	13,6	-0,9	22,3	-1,7	12,7	13,6	53,1	9,2
DAX 40 (Germania, in EUR)	12,1	5,7	17,1	-12,1	21,0	12,1	48,2	8,5
MSCI Italia (in EUR)	26,7	-8,1	17,8	-5,1	38,1	26,7	84,6	17,8
ATX (Austria, in EUR)	20,9	-21,1	48,7	-6,5	13,2	20,9	51,0	12,4
SMI (Svizzera, in CHF)	12,2	7,5	17,4	-3,6	3,1	12,2	42,9	12,7
S&P 500 (USA, in USD)	23,2	9,8	34,1	-6,2	18,0	23,2	100,7	16,3
Nikkei (Giappone, in JPY)	25,6	10,2	23,8	-0,6	24,8	25,6	105,8	20,8
CSI 300 (Cina, in Yuan)	-4,9	23,3	14,4	-14,7	-7,5	-4,9	4,0	5,3
Indici Obbligazionari (ritorni, in %)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	0,7	17,4	-2,9	-13,8	-2,5	0,7	-4,2	-0,7
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	2,4	11,4	-2,2	-10,8	-1,4	2,4	-2,4	0,2
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	6,3	11,0	3,4	-14,8	2,3	6,3	5,8	1,5
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	2,8	1,5	-0,1	-13,6	-7,4	2,8	-17,0	-1,9
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	4,0	2,1	0,9	-13,1	-5,4	4,0	-12,2	-0,7
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	6,6	-0,3	3,5	-12,2	-0,6	6,6	-4,3	1,3
Rendimenti Obbligazionari (espressi in punti base = 0,01%)								
Obbligazioni Governative USA 10Y (in USD)	39	-141	55	184	-72	39	219	37
Obbligazioni Governative USA (ICE BofA, in USD)	4	-148	33	241	103	4	240	28
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA A-BBB, in USD)	-21	-116	-13	279	71	-21	209	17
Bund Tedesco 10Y (in EUR)	-4	-13	5	165	118	-4	278	41
Obbligazioni Governative area Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-9	-19	-4	179	114	-9	266	36
Obbligazioni Societarie Euro 1Y-10Y (iBOXX, in EUR)	-55	23	-46	278	98	-55	306	18
Spread sulle Obbligazioni governative (credit spread, espresso in punti base)								
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US Corporate Master)	-34	27	-53	61	-26	-34	-25	-11
Obbligazioni Societarie USA (ICE BofA US High Yield)	-81	163	-230	166	-121	-81	-98	-25
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro Corporate AAA-A)	-32	20	-33	88	-31	-32	12	-22
Obbligazioni Governative area Euro (ICE BofA Euro High Yield)	-96	127	-189	306	-173	-96	-28	-56
Tassi di interesse del mercato monetario (espressi in punti base)								
Libor (USD, 3 mesi)	-6	-201	-14	260	286	-6	329	-5
Euribor (EUR, 3 mesi)	0	-7	-11	59	360	0	407	-21
Tasso di Cambio con Euro (variazione in %)								
Dollaro USA (EUR-USD)	-2,7	1,9	3,0	-12,9	9,5	-2,7	-3,0	-1,4
Sterlina Inglese (EUR-GBP)	-3,0	1,4	-5,7	-0,7	1,9	-3,0	-6,0	-3,0
Franco Svizzero (EUR-SFR)	0,6	-2,8	0,8	-8,5	-2,9	0,6	-12,2	4,6
Yen Giapponese (EUR-JPY)	9,8	1,4	5,3	9,3	11,2	9,8	41,9	9,8
Materie Prime (variazione in %)								
Commodity Index (GSCI, in USD)	21,1	24,5	-2,1	-6,1	15,5	21,1	59,5	15,9
Metalli Industriali (GSCI, in USD)	5,2	-3,6	42,3	-9,8	1,5	5,2	33,0	3,6
Oro (in USD per oncia fine)	22,2	27,0	-0,1	-5,2	15,3	22,2	68,4	16,6
Petrolio (Brent, in USD al barile)	5,5	-30,1	59,0	56,3	-26,0	5,5	35,0	8,2

Nota: i valori passati e le previsioni non sono un indicatore affidabile delle performance future. Gli indici non possono essere acquistati e quindi i rendimenti non includono i costi degli strumenti. Quando si investe in titoli, vengono sostenuti costi che riducono la performance. Il rendimento degli investimenti in valute estere può anche aumentare o diminuire a causa delle fluttuazioni valutarie. Fonte: Refinitiv Datastream. Dati al 19.07.2024.

Disclaimer

La presente pubblicazione di UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank GmbH (di seguito congiuntamente "Gruppo UniCredit") è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo. Essa non costituisce raccomandazione personalizzata all'investimento o attività di consulenza da parte del Gruppo UniCredit né, tantomeno, offerta al pubblico di alcun genere né un invito ad acquistare o vendere strumenti finanziari. Le informazioni fornite non sono da intendere come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non sono state preparate conformemente ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto che proibisca le negoziazioni prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Il Gruppo UniCredit e le altre società del Gruppo UniCredit possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari indicati all'interno della pubblicazione. Si prega di fare riferimento a <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>. Eventuali stime e/o valutazioni contenute nella presente pubblicazione rappresentano l'opinione autonoma e indipendente del Gruppo UniCredit e, al pari di tutte le informazioni in essa riportate, sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili alla data della pubblicazione, tratte da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, sulla cui completezza, correttezza e veridicità il Gruppo UniCredit non rilascia alcuna garanzia e non assume alcuna responsabilità. Gli interessati dovranno pertanto effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione d'offerta relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

Si evidenzia inoltre che:

1. Le informazioni relative ai risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice o di un servizio di investimento non sono indicative di risultati futuri.
2. Se l'investimento è denominato in una divisa diversa dalla divisa dell'investitore il valore dell'investimento può subire delle forti oscillazioni in funzione delle variazioni dei tassi di cambio e avere un effetto indesiderato sulla redditività dell'investimento.
3. Investimenti che offrono alti rendimenti possono subire delle forti oscillazioni in termini di prezzo a seguito di eventuali declassamenti del merito di credito. In caso di fallimento dell'emittente l'investitore può perdere l'intero capitale.
4. Investimenti ad alta volatilità possono essere soggetti ad improvvise e notevoli diminuzioni di valore, potendo generare rilevanti perdite al momento della vendita fino all'intero capitale investito.
5. In presenza di eventi straordinari può essere difficile per l'investitore vendere o liquidare taluni investimenti o ottenere informazioni attendibili sul loro valore.
6. Se le informazioni si riferiscono a uno specifico trattamento fiscale, si evidenzia che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale del cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.
7. Se le informazioni si riferiscono a risultati futuri, si evidenzia che esse non costituiscono un indicatore affidabile di tali risultati.
8. La diversificazione non garantisce un profitto né protegge da perdite.

Il Gruppo UniCredit non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per fatti e/o danni che possano derivare a chiunque dall'utilizzo del presente documento, tra cui, a mero titolo esemplificativo, danni per perdite, mancato guadagno o risparmio non realizzato.

I contenuti della pubblicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà di UniCredit S.p.A, UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank GmbH se non diversamente indicato, coperti da copyright e dalla normativa in materia di proprietà industriale. Non è concessa alcuna licenza né diritto d'uso e pertanto non è consentito riprodurre i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza preventiva autorizzazione scritta delle società del Gruppo UniCredit salva la possibilità di farne copia per uso esclusivamente personale.

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono aggiornati al 19 luglio 2024.



UniCredit SpA
Client Solutions



Indirizzo
Piazza Gae Aulenti, 3
20124 Milano



Online
unicreditgroup.eu/clientsolutions