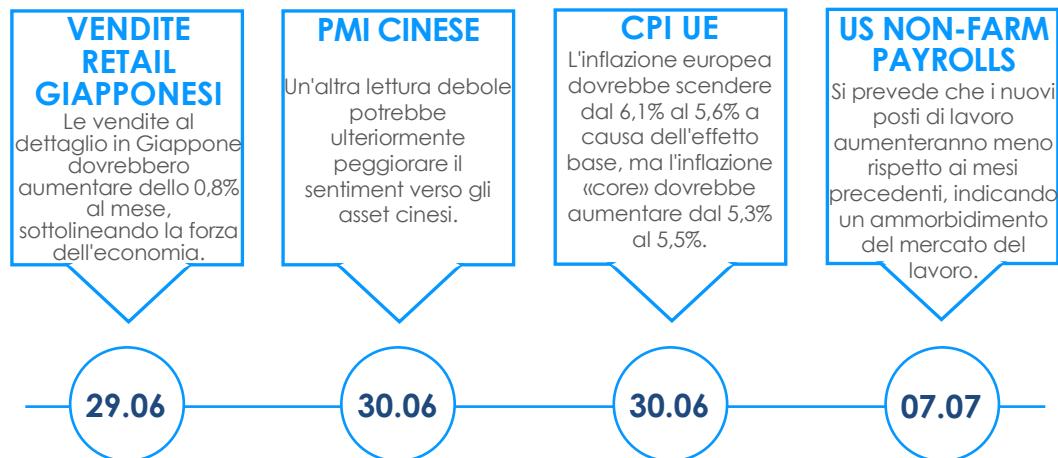


## Principali eventi

### Azimut Global Network

- \* Milan
- \* Abu Dhabi
- \* Austin
- \* Cairo
- \* Dubai
- \* Dublin
- \* Hong Kong
- \* Estoril
- \* Istanbul
- \* Lugano
- \* Luxembourg
- \* Mexico City
- \* Miami
- \* Monaco
- \* New York
- \* Santiago
- \* São Paulo
- \* Shanghai
- \* Singapore
- \* St Louis
- \* Sydney
- \* Taipei



## Ancora non ci siamo

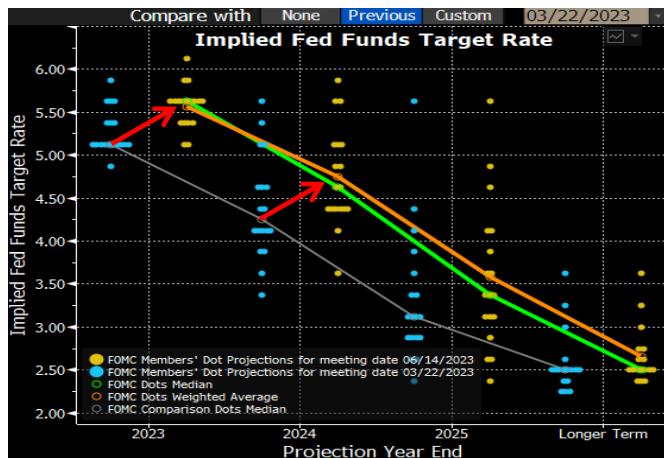
- Durante le riunioni di giugno, tutte le principali banche centrali hanno ripreso i rialzi o hanno promesso ulteriori rialzi nei prossimi mesi.
- La Federal Reserve ha alzato di 50 punti base le previsioni sulla situazione dei tassi ufficiali alla fine del 2023 ed alla fine del 2024. Powell ha inoltre dichiarato che i tassi di interesse reali rimarranno positivi almeno fino alla fine del 2024.
- La BCE si è impegnata ad effettuare almeno un altro rialzo a luglio e ha confermato la fine dei reinvestimenti APP (Asset Purchase Programme) a partire da luglio, mentre la Banca d'Inghilterra ha aumentato i tassi di 50 punti base (25 punti base in più rispetto alle attese).

A maggio, le riunioni delle banche centrali avevano fatto sperare al mercato che il ciclo di rialzi dei tassi fosse giunto al termine (Fed) o che stesse per concludersi (BCE). La Fed, in particolare, aveva sottolineato che, dopo un ritmo molto sostenuto di rialzi, i tassi si trovavano ad un livello che poteva già essere considerato restrittivo, e quindi erano disposta a prendersi una pausa per valutare gli effetti della politica monetaria tightening già attuata.

Ultimamente, queste speranze sembrano essersi affievolite. Prima ancora delle riunioni della Fed e della BCE, la Reserve Bank of Australia e la Bank of Canada hanno ripreso ad aumentare i tassi di interesse dopo una pausa, a causa di un'inflazione ed una crescita economica più forte del previsto. La BoE, la scorsa settimana, ha accelerato nuovamente il ritmo dei rialzi, con un aumento di 50 punti base (25 bps più del previsto), dopo aver ridotto il ritmo a 25 punti base nelle due riunioni precedenti.

Torniamo però alla banca centrale più importante. Dopo lo scoppio della crisi bancaria negli Stati Uniti, che ha portato il mercato ad aspettarsi tagli dei tassi fino a 150 punti base in meno di un anno, per settimane Powell e gli altri governatori hanno fatto di tutto per convincere il mercato che tali aspettative erano infondate. Gradualmente, sono riusciti ad ottenere il risultato desiderato: alla data dell'ultima FOMC, il mercato si aspettava tassi al 5,25%, esattamente il livello attuale dei tassi ufficiali.

## (continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Nella riunione di metà giugno, la Fed ha adottato nuovamente un atteggiamento molto più aggressivo. In primo luogo, i DOTS hanno mostrato che le proiezioni dei governatori della Fed sulla posizione dei tassi ufficiali alla fine del 2023 ed alla fine del 2024 sono state aumentate di circa 50 punti base ciascuna. Per la fine del 2023, 16 «punti» sono più alti rispetto all'ultima indicazione di marzo e Powell ha dichiarato durante la conferenza stampa che «quasi tutti i partecipanti al Comitato prevedono che sarà appropriato aumentare ulteriormente i tassi di interesse entro la fine dell'anno».

**L'aumento dei DOTS di 50 punti base entro la fine dell'anno**, unito al commento di cui sopra, rappresenta un impegno che difficilmente potrà essere disatteso. Considerando anche che Powell ha affermato che quella di luglio è una riunione «in diretta» (cioè non è da escludere un cambiamento di politica monetaria), è improbabile che la Fed non riesca ad ottenere subito un rialzo di 25 punti base. Inoltre, Powell ha insistito sul fatto che le priorità e le azioni della Fed si adattano al contesto: poco più di un anno fa, era importante alzare i tassi rapidamente per recuperare l'inflazione; poi l'attenzione si è spostata sul livello appropriato dei tassi d'interesse e, in questa fase, la velocità dei rialzi è diventata secondaria (siamo in questa fase); infine, **l'attenzione si concentrerà su quanto a lungo mantenere i tassi ad un livello restrittivo**.

Nelle sue osservazioni durante la conferenza, Powell ha sottolineato che la Fed ha agito prima con rialzi di 75 punti base, poi di 50 punti base ed ha concluso con tre rialzi di 25 punti base ed ha lasciato intendere che il raggiungimento del livello appropriato dei tassi di interesse (fase 2 del ciclo di rialzo dei tassi) avverrà riducendo ulteriormente il ritmo dei rialzi a 12,5 punti base per riunione (ossia, un rialzo ogni due riunioni, il che rafforza la credibilità di un rialzo a luglio ed un altro a ottobre, con un conseguente aumento dei tassi ufficiali di 50 punti base, in linea con il grafico a punti).

Il segnale più forte trasmesso da Powell riguarda però le **aspettative sul livello dei tassi**. Abbiamo già detto che la Fed è riuscita a smorzare le aspettative del mercato riguardo ad un taglio nel 2023. Tuttavia, all'inizio del mese, il mercato prevedeva ancora che i tassi ufficiali alla fine del 2024 sarebbero scesi al 3,5% (ora, una settimana dopo la riunione del FOMC, la previsione è salita al 3,9%). Indicando che il livello medio dei tassi ufficiali previsto per la fine del 2024 è del 4,75%, la Fed ha voluto inviare un chiaro segnale al mercato: **anche per il 2024, il mercato non deve aspettarsi tagli significativi**, contrariamente a quanto attualmente implicito nei tassi di mercato.

L'aspetto principale della conferenza è stata la risposta ad una domanda sul perché, secondo il SEP (Sintesi delle Proiezioni Economiche), la Fed dovrebbe iniziare a tagliare i tassi l'anno prossimo prima che l'inflazione abbia raggiunto il 2%. Powell ha iniziato la sua risposta dicendo che «non darei troppo peso alle previsioni anche ad un anno di distanza perché sono molto incerte», sminuendo l'affidabilità delle previsioni (con riferimento ai valori assoluti di inflazione e tassi). Al contrario, ciò che ha detto subito dopo è estremamente importante e non è affatto condizionato (il testo tra parentesi [ ] ed in grassetto è nostro): «come l'inflazione scende nelle sue previsioni, se non si abbassano i tassi d'interesse, i tassi reali salgono [...] Il tasso nominale a quel punto - diciamo **tra due anni** - dovrebbe scendere solo per mantenere **[stabili]** i tassi reali. E [...] **avremo tassi reali che dovranno essere ragionevolmente positivi e significativi**.

## (continua)

Quindi, se vogliamo che l'inflazione scenda, probabilmente significa che sarà opportuno tagliare i tassi quando l'inflazione scenderà in modo significativo. Stiamo ancora parlando di un paio d'anni. Come tutti possono vedere, **nessuno dei membri del Comitato ha previsto un taglio dei tassi per quest'anno, né ritengo sia probabile che sia appropriato**, se ci pensate. L'inflazione non è scesa. Finora non ha reagito molto ai nostri aumenti dei tassi. Quindi dovremo continuare a farlo».

(Fonte: <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20230614.pdf>).

In altre parole, **Powell ha annunciato al mercato che la politica monetaria rimarrà restrittiva potenzialmente per i prossimi due anni o, nell'interpretazione più ottimistica, almeno fino alla fine del 2024**. Considerando che, secondo le proiezioni della Fed, le aspettative di inflazione sono stabili o in calo, mentre i tassi saliranno di altri 50 punti base, è probabile che i tassi di interesse reali salgano ulteriormente nei prossimi mesi. Possiamo quindi ipotizzare che i tassi reali si manterranno al livello attuale o al di sopra di esso almeno fino alla fine del 2024, indipendentemente dall'andamento dell'inflazione (come sottolineato in precedenza, Powell ha esplicitamente dichiarato che le previsioni sul livello assoluto dell'inflazione o dei tassi non contano; ciò che sembra contare ora è il tasso reale). Questo rappresenta una drammatica rottura rispetto agli ultimi 15 anni in cui i tassi di interesse reali erano quasi sempre negativi. Se si considera inoltre che per gli asset finanziari è stata la combinazione di tassi nominali a zero e tassi reali negativi a spingere il rally di tutte le classi di asset (espansione dei multipli), le conseguenze di una tale inversione di rotta potrebbero essere spiacevoli per i mercati.

**La BCE non ha riservato particolari sorprese.** Tuttavia, la Lagarde è stata particolarmente assertiva, promettendo quasi un **altro rialzo a luglio** «a meno che non si verifichino cambiamenti sostanziali nella nostra linea di base». Non sono state fatte promesse per le riunioni successive, ma considerando che la Lagarde ha anche detto che «abbiamo terreno da coprire», **sembra probabile un altro rialzo a settembre**.

Va inoltre ricordato che la BCE interromperà i reinvestimenti nell'ambito del Asset Purchase Programme (APP) a partire da luglio, una misura equivalente a un QT. L'importo medio delle obbligazioni in scadenza dovrebbe essere dell'ordine di 25-30 miliardi di euro al mese per i prossimi 12 mesi. Inoltre, la scadenza di una tranne TLTRO questo mese comporterà il rimborso alla BCE di circa 510 miliardi di euro (477 miliardi di euro obbligatori, più 30 miliardi di euro volontari) da parte delle banche europee.

Pertanto, le riunioni delle banche centrali di giugno, con rialzi o promesse di ulteriori rialzi nei mesi a venire, hanno gettato acqua sul fuoco dell'entusiasmo degli investitori che avevano esultato per la fine dei cicli di rialzi da parte delle banche centrali dopo le riunioni di maggio. Curiosamente, nonostante le dichiarazioni o le promesse delle banche centrali, i tassi di mercato non hanno fatto altro che scendere dopo le riunioni delle banche centrali. Questo probabilmente perché il mercato sta ipotizzando che se le banche centrali dovessero mantenere tali promesse, una recessione diventerebbe sempre più probabile (ovviamente, questo è lo scenario prezzato solo dal mercato obbligazionario, mentre il mercato azionario continua a scontare il fatto che l'economia rimane forte). Il braccio di ferro tra le banche centrali ed il mercato sembra destinato a continuare ancora per un po'.

# Asset Allocation View



## Equity

Developed Markets



Emerging Markets



## Fixed Income

Developed Markets Sovereign



Developed Markets Corporate



Emerging Markets



## Commodities

## Currencies

Segue commento



UNDER



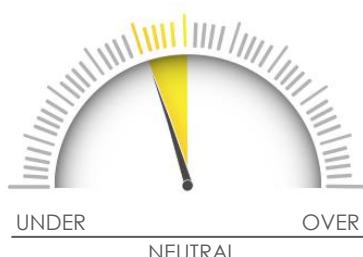
NEUTRAL



OVER

## Equity

### Developed Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. La discussione nel prologo sulla posizione nuovamente restrittiva delle banche centrali si aggiunge agli altri fattori di vulnerabilità preesistenti, tra cui le valutazioni elevate, le condizioni di ipercomprato ed il continuo drenaggio di liquidità. Inoltre, gli indicatori di sentimento si sono spostati in territorio rialzista e la maggior parte degli investitori sistematici/quantitativi sta chiudendo le proprie partecipazioni massime lorde e nette (entrambi sono normalmente segnali di allarme). Quelli che erano stati cauti nei mesi precedenti, invece, sembrano essere in procinto di capitolare. Di conseguenza, sembra probabile che le munizioni disponibili per il proseguimento del rally siano limitate, almeno nel medio termine, e sembra necessario un approccio prudente.

US



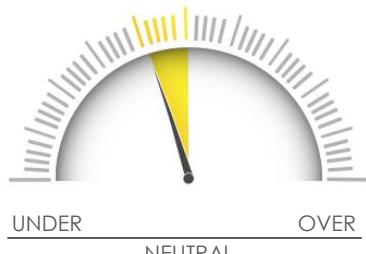
Europe



Japan



### Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. La persistente debolezza dei dati economici cinesi e l'assenza di adeguate misure di sostegno da parte del governo cinese o della banca centrale continuano a rappresentare un freno per i mercati emergenti. D'altro canto, nonostante il recente rally, continuamo a mantenere una visione relativamente positiva dell'America Latina.

Asia ex-Japan



EEMEA

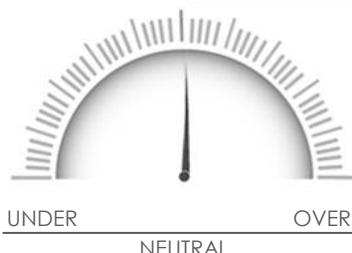


LATAM



## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View abbassata a **neutrale**. La combinazione di impegni a proseguire il ciclo di rialzi da parte della maggior parte delle banche centrali occidentali, curve fortemente invertite ed il calo complessivo dei tassi di mercato dopo le riunioni delle banche centrali suggeriscono che c'è un nuovo rischio che i tassi di mercato possano salire nuovamente da questi livelli. Nell'ambito delle obbligazioni sovrane, a meno che non vi siano prove concrete di una recessione in arrivo, la preferenza si è spostata nuovamente sulla parte molto breve delle curve (fino a 6-9 mesi), in attesa di un punto di ingresso migliore nella parte lunga.

EU Core



EU Periphery



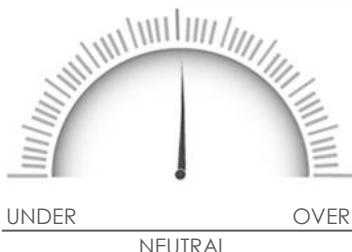
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta **neutrale**, perché, da un lato, la probabilità di ulteriori rialzi delle banche centrali potrebbe esercitare una pressione al ribasso sull'asset class, ma dall'altro, l'assenza di segnali di una recessione imminente potrebbe consentire una lieve compressione degli spread, che potrebbe compensare qualsiasi aumento dei tassi privi di rischio. Continuiamo a ritenerre che le obbligazioni high yield corporate presentino il peggior profilo di rischio/rendimento.

IG Europe



IG US



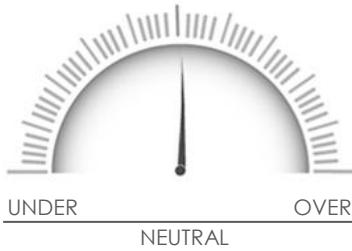
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Le ragioni a sostegno della raccomandazione sono le stesse di quelle riportate per le aziende dei mercati sviluppati.

Local Currency



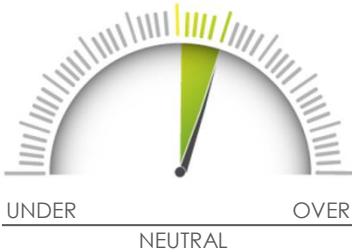
Hard Currency IG



Hard Currency HY



### Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. L'atteggiamento più aggressivo delle banche centrali potrebbe ridurre l'attrattiva dei metalli preziosi nel breve periodo, ma continuiamo a mantenere un orientamento positivo in considerazione dei rischi geopolitici e della difficile situazione del sistema bancario statunitense. Rimaniamo più cauti sulle altre commodity.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view mantenuta **neutrale**. Anche se la Federal Reserve ha adottato un atteggiamento più aggressivo del previsto, il differenziale di tasso tra il dollaro USA e l'euro suggerisce che le due valute sono entrambe quotate a prezzi equi.

**Euro:** view mantenuta **neutrale**, per lo stesso motivo segnalato per il dollaro americano, ma l'evidenza di un possibile rallentamento economico più pronunciato del previsto potrebbe essere un freno per la moneta comune europea.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **neutrale con un bias ribassista** in considerazione dei dati economici cinesi molto più deboli del previsto e della mancanza di una risposta adeguata da parte del governo o della banca centrale cinese.

**Valute emergenti:** view mantenuta **neutrale** sulla maggior parte delle valute emergenti. Tuttavia, siamo più costruttivi sulle valute dell'America Latina che potrebbero beneficiare di alcuni dei tassi di interessi reali più alti del mondo.

---

Euro



USD



CNY



Other EM



Il presente documento è stato redatto da Azimut Investments S.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. E' necessario che l'investitore concluda un'operazione solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione ai rischi che esso comporta tramite un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario. Azimut Investments S.A. non assume alcuna responsabilità in merito all'effettiva correttezza dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento, pertanto, nessuna responsabilità può essere imputata ad Azimut Investments S.A. per omissioni, imprecisioni, errori eventualmente riscontrabili. I dati e le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut Investments S.A. è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante Azimut Investments S.A. abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. Azimut Investments S.A. ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.