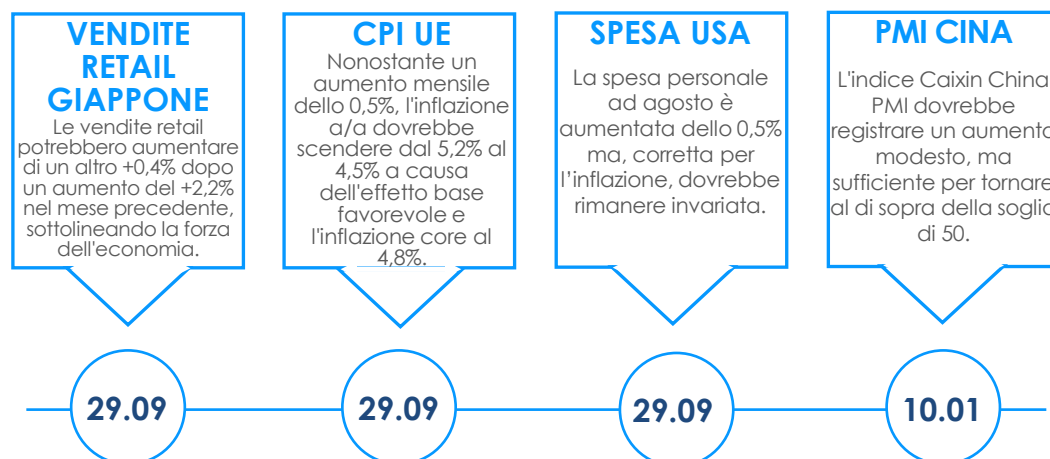


Eventi principali

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



Tassi alti per molto tempo

- La BCE ha alzato i tassi probabilmente per l'ultima volta, ma ha confermato che la politica monetaria rimarrà restrittiva per un lungo periodo di tempo.
- La Federal Reserve ha mantenuto i tassi invariati, alzando però significativamente le sue proiezioni sull'andamento dei tassi nei prossimi due anni.
- Di conseguenza, i tassi di interesse hanno continuato a salire considerevolmente, soprattutto nella parte lunga delle curve.

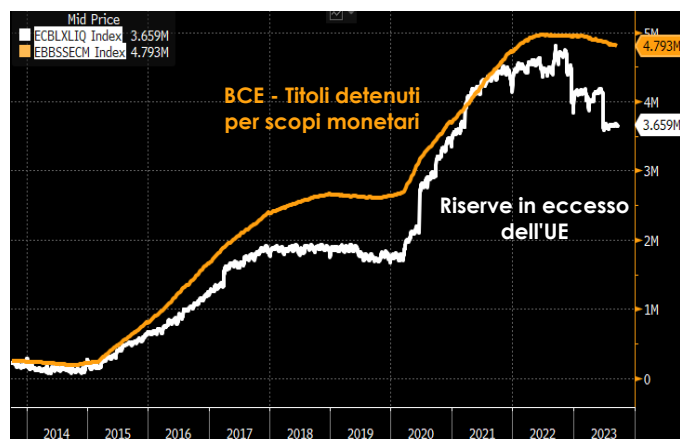
Le ultime due settimane sono state caratterizzate dalle riunioni delle banche centrali. Per motivi diversi, sia la BCE che la Fed hanno riservato sorprese.

La prima a riunirsi è stata la **BCE**. Alla luce delle svariate indicazioni di un rallentamento in corso nell'Eurozona, molti avevano messo in dubbio la necessità, o addirittura sottolineato l'inappropriatezza di un ulteriore rialzo dei tassi. È ormai noto che l'inflazione nell'UE dovrebbe diminuire nei prossimi mesi a causa dell'effetto base. Pertanto, prima della riunione c'era molta incertezza sulla reale probabilità di un rialzo.

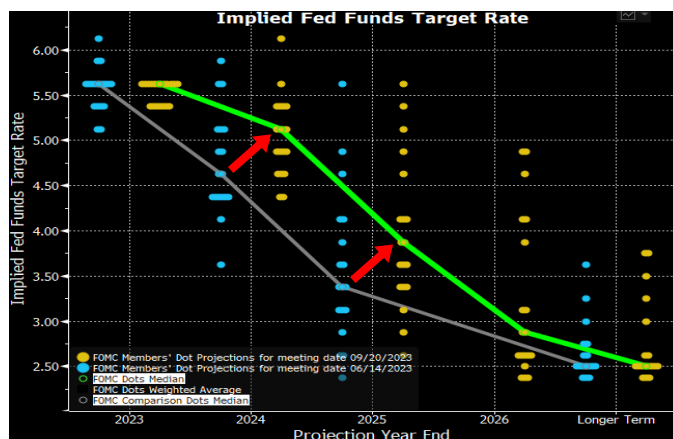
Il rialzo è effettivamente avvenuto, attirando immediatamente le critiche di alcuni governi europei che hanno messo in dubbio proprio l'appropriatezza della decisione, alla luce degli sviluppi macroeconomici. Inoltre, durante la conferenza stampa, Christine Lagarde ha parlato apertamente dei rischi di un rallentamento, facendo un parallelo con il famigerato rialzo dei tassi di Trichet nel giugno 2008.

Sebbene per il momento siano stati esclusi ulteriori rialzi, **la BCE ha insistito sulla necessità di mantenere una politica monetaria restrittiva** per garantire la sconfitta definitiva dell'inflazione. Per raggiungere questo obiettivo, e dato che non è possibile aumentare ulteriormente i tassi, in futuro la BCE potrebbe cercare di ridurre le cosiddette riserve in eccesso. Si tratta della liquidità in eccesso depositata all'interno della BCE stessa. Questa ipotesi è stata confermata dalle indiscrezioni circolate nei giorni successivi.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Se ciò venisse confermato, le conseguenze per i mercati potrebbero essere più profonde di quanto creduto finora. Prima del 2015, le riserve in eccesso erano sostanzialmente inesistenti. Solo dal 2015, cioè da quando sono stati effettuati ripetutamente i QE (anche se la necessità effettiva di alcuni di essi era discutibile), le riserve in eccesso hanno iniziato ad aumentare, ad un ritmo molto simile a quello degli acquisti di titoli di Stato da parte della BCE (grafico in alto a sinistra). Se la BCE iniziasse a puntare su una riduzione delle riserve in eccesso come prossimo strumento di politica monetaria, ciò significherebbe che il ritmo del QT potrebbe essere aumentato, con conseguenze per i titoli di Stato europei. Questo però sarà oggetto di un altro report.

Negli Stati Uniti, **la Federal Reserve ha mantenuto i tassi invariati** come previsto prima della riunione, ribadendo che ora non si tratta di stabilire se ci sarà un altro rialzo dei tassi di 25 punti base (come previsto dalle proiezioni aggiornate dei Dot per la fine dell'anno), ma di determinare per quanto tempo i tassi di interesse dovranno rimanere elevati.

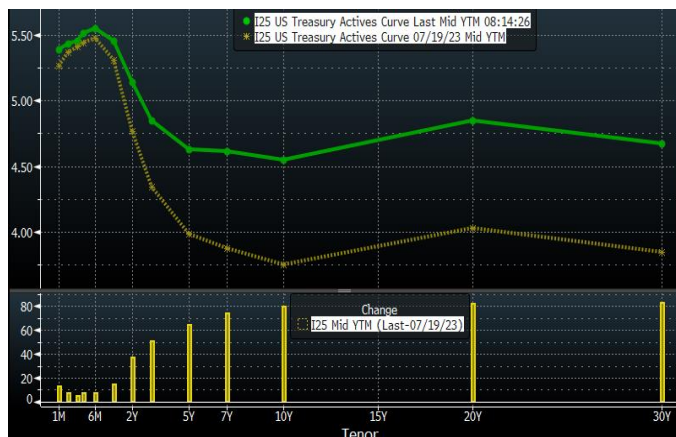
Come nelle precedenti riunioni, Powell ha anche ribadito il concetto che la Federal Reserve intende mantenere i tassi reali a livelli pari o superiori a quelli attuali per un lungo periodo di tempo, al fine di garantire che l'inflazione venga definitivamente sconfitta. Ciò che ha colto di sorpresa il mercato, tuttavia, è stato proprio il modo e la veemenza con cui la Fed è andata contro le aspettative del mercato, cogliendo di sorpresa la comunità finanziaria. Come nel caso di giugno, lo strumento utilizzato per trasmettere questo messaggio è stato il dot plot (il dot plot è il grafico che mostra le aspettative dei singoli governatori della Fed sulla posizione dei tassi d'interesse alla fine di quest'anno e per i prossimi tre anni, nonché sul lunghissimo termine).

Ricordiamo inoltre che durante tutto il ciclo di rialzi dei tassi degli ultimi 18 mesi, il mercato ha sempre erroneamente previsto che la Federal Reserve non avrebbe mai alzato i tassi tanto quanto le previsioni della Fed stessa e che in ogni caso quest'ultima avrebbe iniziato a tagliare i tassi in modo aggressivo poco dopo la fine del ciclo di rialzi. Nell'ultimo anno, il mercato si è sempre trovato dalla parte sbagliata e la Fed non ha perso occasione per ribadire la sua determinazione a rialzare prima e a mantenere poi i tassi più alti per un lungo periodo di tempo.

Il dot plot ha mostrato che, oltre a un altro rialzo per quest'anno, i tassi di interesse saranno più alti di 50 punti base rispetto alle proiezioni precedenti sia nel 2024 che nel 2025. Una stima mediana del 5,12% alla fine del 2024 indica che, nella migliore delle ipotesi, ci sarà una riduzione dei tassi di 25 punti base rispetto al livello attuale, e che alla fine del 2025 i tassi saranno ancora intorno al 4%, un livello che fino a due settimane fa il mercato pensava potesse essere raggiunto già all'inizio del 2025.

A creare ulteriore stress per gli operatori di mercato è stata l'osservazione che, sebbene sia difficile stimare dove si trovi il tasso neutrale (il tasso che non stimola, né frena l'economia), è possibile che si sia almeno temporaneamente spostato verso l'alto a seguito di tutti gli eventi senza precedenti verificatisi dal 2020. Affermare che il tasso neutrale potrebbe essere più alto di prima implica che per raggiungere lo stesso obiettivo di politica monetaria sono ora necessari tassi di interesse più alti di prima. In questo caso specifico, significa mantenere una politica monetaria restrittiva.

(continua)



Fonte: Bloomberg



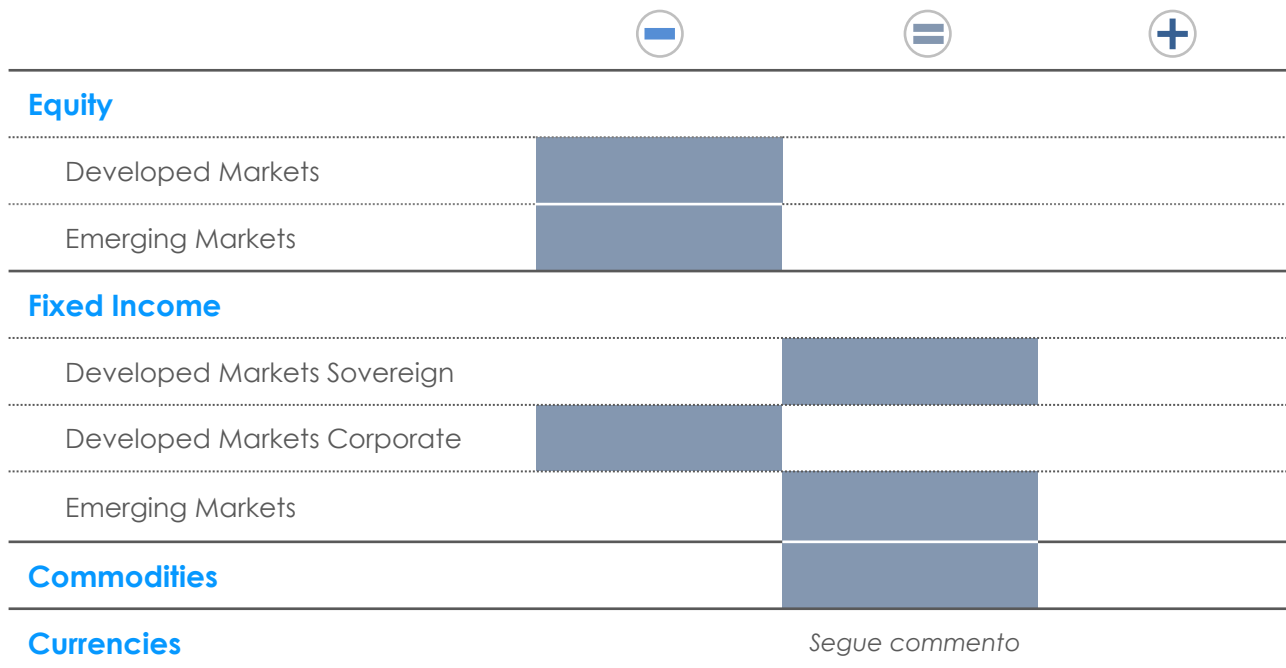
Fonte: Bloomberg

I movimenti di mercato delle ultime settimane, e soprattutto degli ultimi giorni, sono coerenti con questo "nuovo" scenario in cui ci stiamo avvicinando alla fine del ciclo di rialzo dei tassi, ma l'aspettativa di un imminente taglio dei tassi si sta affievolendo: da metà luglio abbiamo assistito a un notevole irripidimento al ribasso delle curve, con le estremità corte che sono rimaste sostanzialmente invariate, mentre le estremità lunghe hanno registrato aumenti di 80 punti base, un movimento di insolita entità. Anche dal punto di vista tecnico, tutte le curve hanno registrato importanti breakout al di sopra dei precedenti massimi per le scadenze di 10 anni o più, seguiti da un'accelerazione, suggerendo che, nel prossimo futuro, i tassi hanno ancora spazio per salire.

Per il futuro, possiamo quindi aspettarci che le estremità corte delle curve siano il segmento del mercato obbligazionario in cui il ribasso sarà minimo o nullo, pur offrendo un notevole carry. Le estremità lunghe, come già detto, potrebbero essere esposte a ulteriori ribassi nel breve termine, ma, da una prospettiva storica, il livello assoluto dei tassi che stiamo raggiungendo comincia a sembrare interessante, tornando a livelli che non si vedevano da prima della Grande Crisi Finanziaria. È quindi probabile che le estremità lunghe delle curve, oltre ad offrire un rendimento interessante, riprendano anche il loro ruolo fondamentale di copertura del portafoglio in caso di problemi imprevisti, in particolare se si dovesse concretizzare un rallentamento economico.

Il ruolo di copertura del portafoglio è particolarmente prezioso in questo momento, in quanto le azioni sembrano attualmente ignorare in larga misura l'aumento dei tassi di interesse, mantenendo valutazioni vicine al record. Il grande punto interrogativo è **quanto a lungo le azioni potranno continuare a resistere alla crescente concorrenza dei rendimenti obbligazionari**.

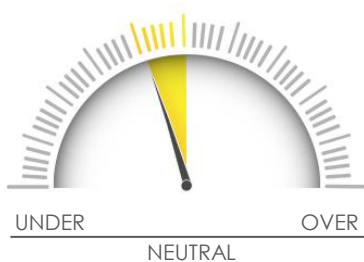
Asset Allocation View



⊖ UNDER = NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

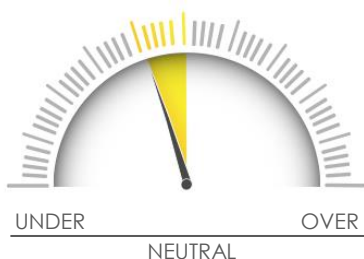
Developed Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Finora gli indici azionari dei Paesi sviluppati hanno finora resistito all'impatto dell'aumento dei tassi ed anche la prospettiva che questi possano rimanere ad un livello elevato per un periodo di tempo molto più lungo di quanto previsto finora (come argomentato nel prologo) non è stata in grado di modificare il sentimento degli investitori. Sebbene il sentiment sia ancora favorevole, non si può ignorare il rischio che possa iniziare una correzione in qualsiasi momento, soprattutto se i dati macroeconomici futuri dovessero segnalare un rischio più concreto di un rallentamento dell'economia.

US	=	Europe	=	Japan	⊕
----	----------------	--------	----------------	-------	----------------

Emerging Markets

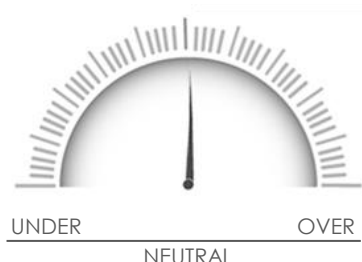


View abbassata a **leggero sottopeso**. Il declassamento è giustificato dal forte aumento dei tassi di interesse nei paesi sviluppati, in particolare nelle estremità lunghe delle curve, una circostanza in cui i paesi emergenti tendono storicamente a sottoperformare.

Asia ex-Japan	=	EEMEA	⊖	LATAM	⊕
---------------	----------------	-------	----------------	-------	----------------

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Poiché il ciclo di rialzi da parte delle banche centrali sembra volgere al termine, il Comitato di Investimento ritiene che le estremità corte delle curve siano quelle con il miglior rapporto rischio/rendimento, in quanto offrono un elevato carry ed un limitato downside. Al contrario, la probabilità di un aumento duraturo del tasso neutrale suggerisce che la parte lunga potrebbe subire ulteriori pressioni al ribasso, una possibilità supportata dalle rotture al di sopra dei massimi precedenti.

EU Core



EU Periphery



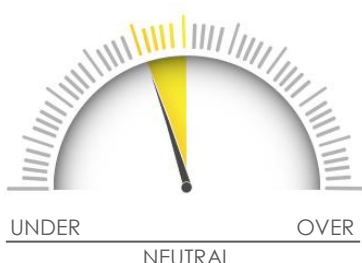
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Il Comitato di Investimento ritiene che gli spread delle obbligazioni investment grade e high yield si siano eccessivamente ristretti, soprattutto in caso di rallentamento o recessione. Continuiamo a preferire le obbligazioni societarie investment grade a quelle high yield.

IG Europe



IG US



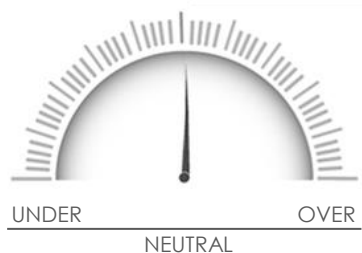
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Considerato il contesto macroeconomico, anche gli spread del debito dei mercati emergenti non sono estremamente ampi. Tuttavia, l'inflazione è già scesa significativamente in alcuni paesi, alcune banche centrali potrebbero decidere di iniziare a tagliare i tassi di interesse, con un effetto positivo sui prezzi delle obbligazioni.

Local Currency



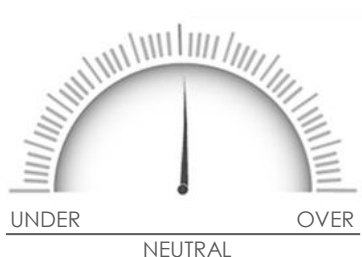
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View abbassata a **neutrale**. La persistenza di politiche monetarie restrittive per un periodo prolungato, insieme all'aumento dei tassi nominali e reali, sta riducendo l'attrattiva a breve termine dei metalli preziosi, nonostante il loro potenziale di copertura contro i rischi geopolitici o le sorprese al rialzo dell'inflazione. Per quanto riguarda le altre materie prime, rimaniamo cauti, poiché alcuni Paesi/regioni iniziano a mostrare sintomi di rallentamento, anche se questa tendenza non è ancora evidente negli Stati Uniti.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale**. Come previsto la Federal Reserve non ha alzato i tassi, ma ha alzato i dots per il 2024 e il 2025 di 50 punti base, sorprendendo i mercati e costringendo le parti medio-lunghe delle curve a salire bruscamente. Tuttavia, considerando che di recente il dollaro si è rafforzato, è possibile che si consolidi intorno ai livelli attuali.

Euro: view mantenuta **neutrale**. Il rialzo dei tassi della BCE non era scontato ed avrebbe potuto portare ad una ripresa della moneta unica. Tuttavia, l'enfasi sul rischio di un rallentamento economico nell'UE ha compensato la sorpresa sui tassi.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale con un bias ribassista**. La Cina continua a soffrire della mancanza di catalizzatori positivi, pertanto è possibile che l'indebolimento dello yuan si prolunghi ulteriormente.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale** sulla maggior parte delle valute emergenti. Tuttavia, siamo più costruttivi sulle valute dell'America Latina che potrebbero beneficiare di uno dei tassi di interesse 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.