

## Eventi Principali

### Azimut Global Network

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



## Warsh inizia con grinta

- Nella sua prima riunione alla guida della FED, Warsh si è impegnato a ripristinare la stabilità dei prezzi. Si è trattato di un debutto aggressivo, volto a dissipare i dubbi sull'indipendenza della banca centrale.
- Sono da attendersi diversi cambiamenti nel modus operandi della FED, che spaziano dalla graduale eliminazione delle indicazioni prospettive (forward guidance) fino all'istituzione di vari gruppi di lavoro incaricati di rivedere le pratiche attuali in materia di comunicazione, bilancio, fonti dei dati, produttività e quadro di riferimento dell'inflazione.
- Qualsiasi accenno a una possibile riduzione del bilancio potrebbe turbare i mercati, poiché l'ampia liquidità è stata uno dei fattori principali a guidare il rialzo dei prezzi delle attività finanziarie negli ultimi anni.

Il nuovo Presidente della Fed, **Kevin Warsh**, si è impegnato a ripristinare la stabilità dei prezzi a seguito della sua prima riunione di politica monetaria da quando ha assunto la guida della banca centrale statunitense, dopo che i membri del comitato hanno mantenuto invariati i tassi d'interesse e segnalato un crescente sostegno a favore di incrementi dei tassi quest'anno. I membri del comitato «sono espliciti e unanimi. Questo comitato garantirà la stabilità dei prezzi».

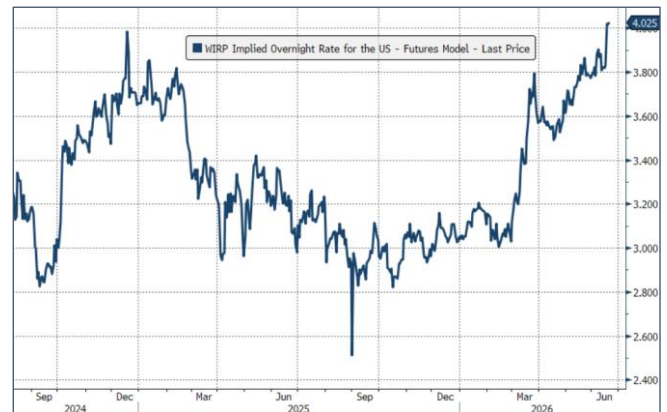
Durante la conferenza stampa, Warsh ha chiarito in modo inequivocabile l'intenzione di **discostarsi dalle prassi consolidate della Fed** attraverso l'istituzione di 5 gruppi di lavoro incaricati di riesaminare alcune delle metodologie storiche della banca centrale. Prima di approfondire tali proposte di riforma, l'attenzione si concentra sui principali elementi emersi dall'ultima riunione del FOMC. I mercati hanno interpretato la riunione come una sorpresa restrittiva, determinata principalmente da:

- L'eliminazione dell'orientamento accomodante nel comunicato.
- Una revisione al rialzo delle aspettative sull'inflazione per il 2026 (la previsione mediana per l'inflazione di quest'anno è balzata al 3,6% dal 2,7%), sebbene sia rimasta pressoché invariata per gli anni successivi.
- Nove partecipanti al FOMC che prevedono un aumento dei tassi nel 2026.
- Una retorica decisamente restrittiva nel corso dell'intera conferenza stampa, volta a sottolineare il mandato imperativo di ricondurre l'inflazione verso l'obiettivo.
- Il fatto che, nonostante il duplice mandato della Fed, Warsh abbia menzionato l'inflazione diciannove volte durante la conferenza stampa, a fronte di un solo accenno all'occupazione.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Sebbene sia ancora troppo presto per trarre conclusioni definitive sulle posizioni di Warsh, analizzando la reazione iniziale dei mercati riteniamo che **la sua impostazione risulti coerente con le aspettative** delineate a inizio febbraio, in concomitanza con la sua nomina.

La scelta di Warsh – avevamo affermato – dovrebbe rappresentare una notizia positiva per arginare i timori di un asservimento della Fed agli interessi politici. Non sorprende, pertanto, assistere a un «debutto restrittivo», volto a dissipare i dubbi sull'indipendenza della banca centrale. Sotto questo aspetto, il marcato appiattimento della curva dei rendimenti statunitense può essere interpretato come una «missione compiuta».

Warsh ha colto l'occasione della conferenza stampa per offrire indicazioni su come la Fed potrebbe cambiare sotto la sua guida. Il comunicato stampa della Fed è stato molto più conciso rispetto al passato, una mossa finalizzata ad eliminare gradualmente le cosiddette indicazioni prospettiche (forward guidance), «che abbiamo concordato non essere adatte all'attuale contesto di politica monetaria», aggiungendo in seguito, nel corso della conferenza, che «in questo momento storico non sembra corretto fornire indicazioni prospettiche» e che «le indicazioni prospettiche non sono l'attività di cui dovremmo occuparci». Allo stesso modo, riguardo al riassunto delle proiezioni economiche (SEP), ha dichiarato di aver incoraggiato i colleghi a continuare a presentare tali previsioni, ma ha aggiunto: «lo, tuttavia, mi sono astenuto dall'offrire mie proiezioni, in coerenza con le mie storiche posizioni sul SEP, o almeno per come è attualmente strutturato». Per ridimensionare ulteriormente l'importanza da attribuire ai punti del grafico (dots), ha poi precisato che i suoi colleghi «non si sentiranno vincolati da essi tra sei settimane, o tra sei giorni, qualora le circostanze dovessero cambiare».

Warsh auspica quindi una **Fed libera dai vincoli delle proiezioni passate o delle indicazioni prospettiche**, affinché possa agire nel modo più appropriato in ciascuna riunione – modificando la propria posizione se necessario – sulla base delle informazioni più aggiornate. Gran parte dei dati utilizzati oggi come base per le decisioni di politica monetaria proviene da «metodi di rilevazione antiquati» che «pongono quesiti che potevano essere molto rilevanti una generazione fa».

Warsh richiede «informazioni in tempo reale che non siano soggette a forti revisioni e che indichino cosa sia appena accaduto in quel preciso istante», poiché «ciò che interessa meno sono gli echi della storia». Come esempio di dato considerato non informativo, ha citato uno degli indicatori oggi più strettamente monitorati – i nuovi posti di lavoro non agricoli (non-farm payrolls) –, che a suo avviso risulta affidabile solo dopo la terza revisione, e quindi superato.

Uno dei cinque gruppi di lavoro annunciati durante la conferenza stampa avrà proprio il compito di individuare quali altri dati – compresi quelli provenienti dal settore privato – siano informativi su ciò che accade nell'esatto momento in cui si svolgono le riunioni del FOMC, affinché possano essere integrati nelle decisioni di politica monetaria. È interessante notare come abbia espresso la volontà di invertire la dinamica di azione-reazione tra la Fed e i mercati finanziari, affermando: «I prezzi dei mercati finanziari sono probabilmente la fonte di informazione più importante per guidare i banchieri centrali. Quando però i mercati finanziari non fanno altro che riflettere ciò che noi stessi abbiamo detto, allora stiamo prendendo la fonte informativa più importante e decidiamo di chiudere gli occhi. Vorrei creare un sistema in cui questi paraocchi vengano rimossi». Anche la sua intenzione di ridimensionare o eliminare gradualmente le indicazioni prospettiche si muove in questa direzione.

## (continua)

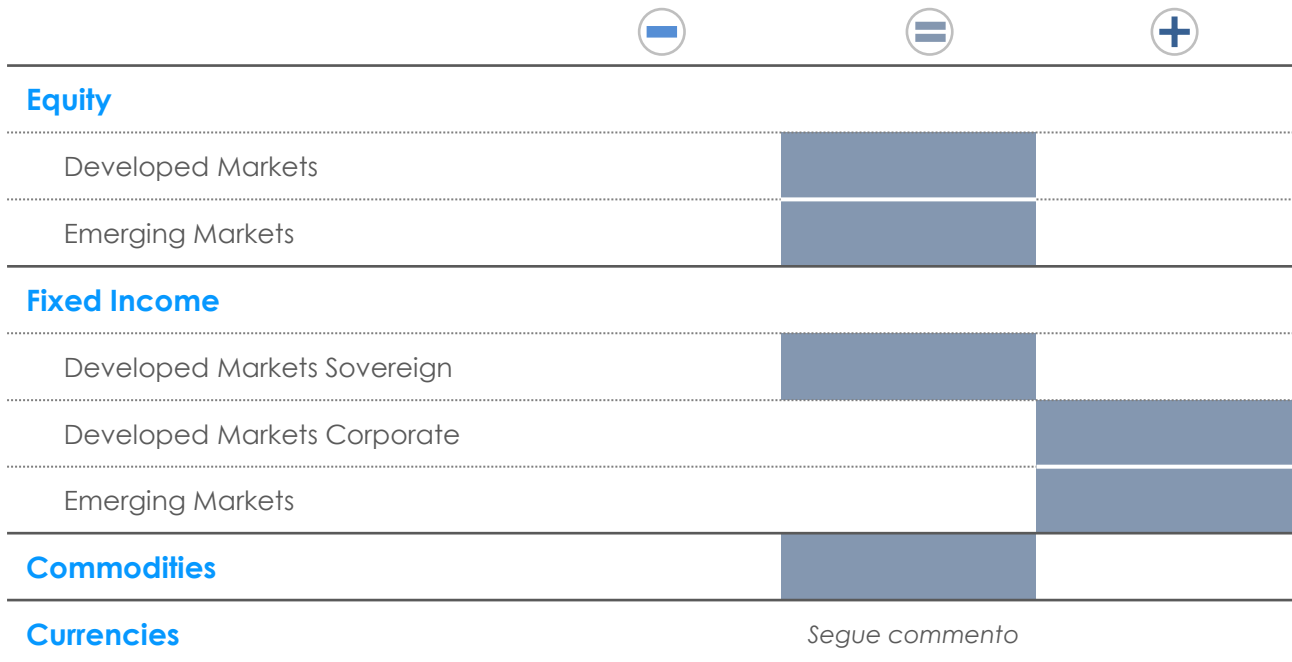
Forse il passaggio più importante è però stato quando a Warsh è stato domandato se consideri restrittiva la politica monetaria della Fed: «È disomogenea. Se considero il mercato immobiliare, come esempio [...] direi che la politica della Fed appare alquanto restrittiva. Avrei difficoltà a pronunciare queste stesse parole se dovessi guardare a ciò che sta accadendo nei mercati finanziari», aggiungendo che ciò potrebbe essere spiegato dal fatto che esistono diversi meccanismi di trasmissione della politica monetaria a seconda che la Fed agisca sui tassi d'interesse o sul proprio bilancio.

Si può dedurre che Warsh – utilizzando sottilmente il mercato immobiliare come termine di paragone – abbia espresso un senso di disagio riguardo alla recente euforia dei mercati finanziari, sia nel comparto azionario, dove le valutazioni hanno raggiunto livelli record, sia in quello obbligazionario, dove gli spread si trovano ai minimi storici. Allo stesso modo, si può desumere che questo ottimismo degli investitori derivi dall'enorme quantità di liquidità ancora disponibile sui mercati, la quale trae origine proprio dal bilancio della Fed.

Questo punto di vista è decisamente in linea con quanto espresso da Warsh in alcune occasioni in passato, non da ultimo in un articolo del Wall Street Journal dello scorso novembre, nel quale scriveva, tra le altre cose: «Il denaro a Wall Street è troppo facile, e il credito a Main Street è troppo serrato. Il bilancio gonfio della Fed [...] può essere ridotto in modo significativo. Tale generosità può essere ridistribuita sotto forma di tassi d'interesse più bassi per sostenere le famiglie e le piccole e medie imprese». Non è un caso che, tra i cinque gruppi di lavoro, ve ne sia uno dedicato nello specifico a studiare i vantaggi e i rischi dell'attuale regime di riserve ampie.

Tutto considerato, **nella prossima riunione del FOMC il messaggio restrittivo trasmesso dal dot plot potrebbe essere ampiamente attenuato**, data l'enfasi posta da Warsh sulla necessità di eliminare gradualmente le indicazioni prospettiche e di affidarsi a informazioni in tempo reale in ciascun incontro. Se lo Stretto di Hormuz rimarrà aperto e il recente calo dei prezzi del petrolio si dimostrerà duraturo, la Fed sarà in grado di inviare un messaggio molto più accomodante sui tassi, dato che gran parte del rialzo dell'inflazione registrato dall'inizio dell'anno sarà probabilmente riassorbito, e l'obiettivo del 2% potrebbe apparire nuovamente a portata di mano. Al contrario, qualsiasi accenno a una possibile riduzione del bilancio potrebbe turbare i mercati, in particolare alla luce sia dei sostanziali capitali richiesti per sviluppare l'infrastruttura dell'intelligenza artificiale, sia della crescente dipendenza degli investitori dalla leva finanziaria, soprattutto tra i piccoli risparmiatori.

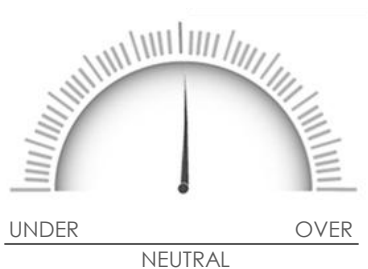
# Asset Allocation View



⊖ UNDER      ⊞ NEUTRAL      ⊕ OVER

## Equity

### Developed Markets



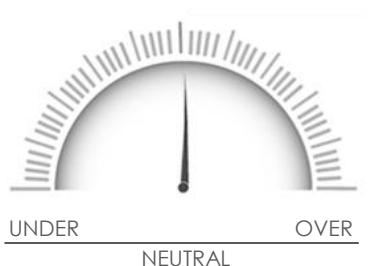
View mantenuta **neutrale**. L'elevata concentrazione del rialzo in un numero limitato di titoli e le valutazioni onerose rappresentano attualmente le due principali fonti di vulnerabilità, lasciando i mercati azionari esposti a ulteriori ondate di volatilità. Tuttavia, finché i dati macroeconomici non indicheranno un rallentamento, le correzioni dovrebbero comunque essere considerate come opportunità di acquisto, in particolare se il rialzo dovesse estendersi a un numero maggiore di titoli.

US ⊞

Europe ⊖

Japan ⊞

### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Le medesime considerazioni delineate in precedenza per i mercati sviluppati si applicano ugualmente ai mercati emergenti. Questi ultimi beneficiano di valutazioni più contenute e si prevede che trarranno il massimo vantaggio dalla ripresa dei flussi di petrolio e di altre materie prime attraverso lo Stretto di Hormuz, in particolare i paesi asiatici. Per contro, la rinnovata forza del dollaro statunitense rappresenterà probabilmente un fattore contrario per i mercati emergenti nel breve termine.

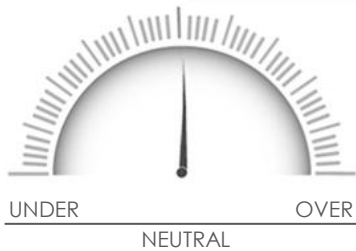
Asia ex-Japan ⊞

EEMEA ⊖

LATAM ⊕

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Alla luce della posizione più restrittiva adottata dalle principali banche centrali nelle riunioni di giugno e del calo dei tassi d'interesse – in particolare nelle scadenze a lungo termine delle curve dei rendimenti – riteniamo tuttora che una raccomandazione neutrale sia la più appropriata, sebbene con maggiore cautela rispetto a due settimane fa. Tra le principali curve dei rendimenti privilegiamo quelle europee, mentre manteniamo maggiore prudenza sulla curva statunitense.

EU Core



EU Periphery



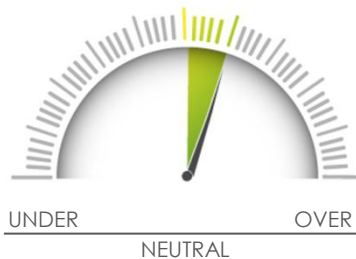
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La ricerca di rendimento prosegue, alimentata dall'ampia liquidità, con gli spread che si avvicinano ai minimi storici. Nemmeno la recente volatilità del mercato azionario ha avuto un impatto sugli spread di credito. Questo è un segno di forza e, se la crescita globale continuerà a tenere relativamente bene, non vi è motivo di essere eccessivamente prudenti e di uscire prematuramente dal mercato. All'interno del comparto del credito, continuiamo a preferire le obbligazioni investment grade rispetto a quelle high yield.

IG Europe



IG US



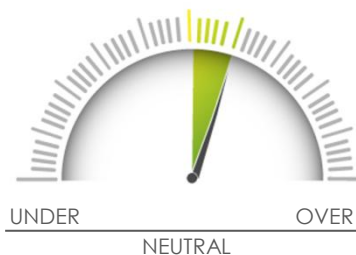
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Le motivazioni sono le medesime appena delineate per le obbligazioni societarie dei paesi sviluppati.

Local Currency



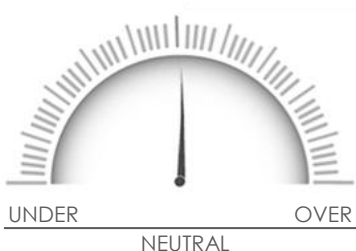
Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta **neutrale**. Manteniamo una posizione prudente sui metalli preziosi, alla luce dei fattori contrari derivanti dalle vendite delle banche centrali e dal contesto di rendimenti più elevati. Nel medio-lungo termine, tuttavia, la nostra visione resta positiva. Sui metalli industriali esprimiamo maggiore ottimismo, favoriti dalla crescente concorrenza per le materie prime essenziali.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro US:** view mantenuta in **leggero sovrappeso** alla luce della posizione più restrittiva assunta dalla Fed sotto la guida di Warsh, come discusso nell'Introduzione.

**Euro:** view portata a **neutrale** con **orientamento ribassista**, come riflesso dell'innalzamento della raccomandazione sul dollaro statunitense.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **neutrale**, ma non più con un **orientamento rialzista**.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale** con **orientamento rialzista**, con una preferenza per le valute dei paesi esportatori netti di materie prime energetiche.

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.