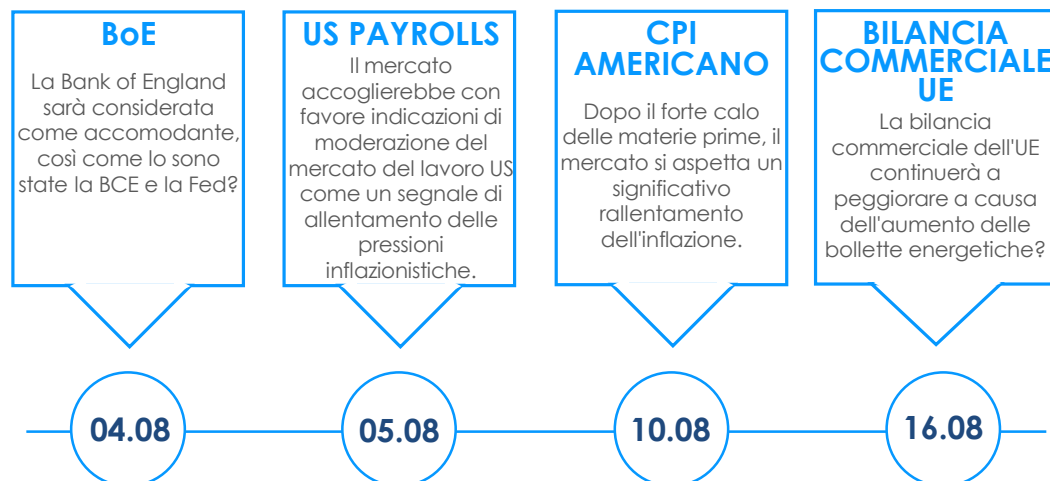


## Principali eventi

### Azimut Global Network

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



## C'era una volta...

- Il mercato ha reagito alle ultime riunioni della Fed e della BCE come se le banche centrali a breve dovessero fare un passo indietro.
- Il PIL americano si è già contratto per due trimestri consecutivi, rientrando quindi nella definizione di «recessione tecnica» e gli indici di fiducia avvertono che sono possibili ulteriori rallentamenti.
- Se le banche centrali dovessero confermare un cambiamento di posizione e che l'attuale rallentamento può essere gestito senza innescare una recessione, allora i mercati potrebbero aver raggiunto un minimo a lungo termine. In caso contrario, il recente rimbalzo si rivelerà essere solo un altro rally del mercato ribassista.

Il tanto atteso rimbalzo è finalmente arrivato, spinto dalle banche centrali o, più probabilmente, dall'interpretazione del mercato di quanto affermato da Lagarde e Powell durante le conferenze stampa a seguito degli incontri delle banche centrali.

Iniziamo dalla BCE.

Anche se Lagarde ha affermato che la priorità della BCE è garantire il calo dell'inflazione, messaggio che dovrebbe suggerire una politica monetaria più restrittiva dato che l'inflazione è ancora in aumento e che la crisi energetica in corso in Europa è presagio di ulteriori rialzi, il mercato ha reagito con un movimento corale al ribasso dei tassi europei, interessando sia l'estremità corta che quella lunga delle curve, i paesi core e quelli periferici. Questo nonostante il fatto che l'inflazione europea abbia raggiunto un nuovo massimo a luglio.

Quello su cui il mercato si è concentrato sono i rischi di rallentamento economico e il fatto che il nuovo strumento (TPI, Transmission Protection Mechanism) annunciato dalla BCE per prevenire movimenti indesiderati sui titoli di Stato europei non ha limiti dimensionali.

## C'era una volta... (continua)

Se si dovesse effettivamente verificare un rallentamento economico, sarà più difficile per la BCE aumentare i tassi e in ogni caso il rallentamento stesso porterà a un ritorno dell'inflazione, quindi la BCE, come precedentemente annunciato, dovrà essere tenace. Di conseguenza, il mercato ora presume che i tassi ufficiali in Europa non raggiungeranno nemmeno l'1%.

Invece, la riduzione dei tassi in tutta Europa è probabilmente più correlata al fatto che il mercato ha interpretato la dimensione illimitata del TPI, come se la BCE fosse disposta ad attuare una politica di controllo della curva dei rendimenti come fatto dalla Bank of Japan nei mesi scorsi. Poiché la BoJ è riuscita ad evitare un aumento dei tassi di mercato, non c'è motivo per cui i tassi debbano aumentare in Europa.

Tuttavia, questo sembra un controsenso poiché, come ha affermato Lagarde, il TPI è uno strumento che dovrebbe garantire la trasmissione della politica monetaria della BCE. Attualmente, la BCE ha annunciato una politica monetaria restrittiva per garantire un calo dell'inflazione. Gli acquisti illimitati di obbligazioni non sono altro che un QE illimitato (quindi più potente di quello appena concluso, di dimensioni contenute), ovvero uno strumento utilizzato per allentare la politica monetaria (con conseguenze inflazionistiche). L'uso del TPI è concepibile solo se, e solo dopo, una risalita dei tassi di interesse in tutta (o parte) Europa a livelli indesiderati. È assolutamente irrealistico immaginare di usarlo con l'obiettivo di limitare i tassi nell'attuale contesto inflazionistico. Nonostante ciò, i tassi in Europa (sia sul lato corto che lungo della curva) nell'ultimo mese hanno ripercorso circa la metà dei rialzi da inizio anno.

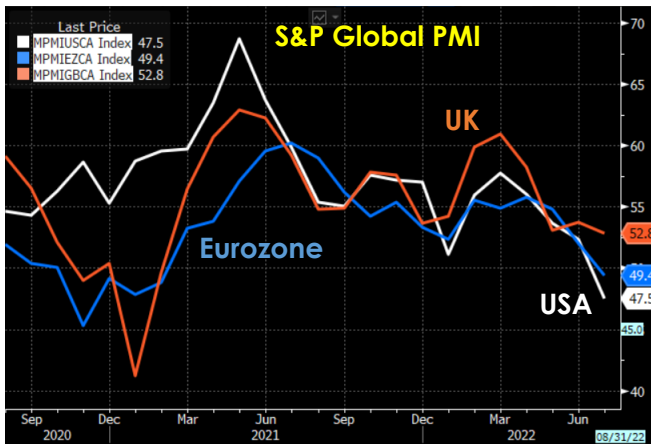
L'osservazione più sorprendente, tuttavia, è arrivata da Powell durante l'ultima conferenza stampa tenuta dopo la riunione della Fed. Il presidente ha affermato che con il rialzo dei tassi al 2,25%-2,5%, la «politica monetaria della Fed è ora in territorio neutrale», un livello che non è più accomodante, né stimola né rallenta l'economia o l'inflazione. Tale affermazione è stata interpretata come se la banca centrale americana creda che l'attuale ciclo di rialzo dei tassi sia vicino alla fine, o che la Fed rallenterà almeno il ritmo dell'attuale stretta monetaria. Oltre a questo, Powell ha ribadito più volte che l'economia potrebbe rallentare nei prossimi mesi, favorendo un calo dell'inflazione, ma ha anche insistito sulla sua convinzione che la Fed sarà probabilmente in grado di impedire che l'economia scivoli in recessione.

Nei giorni dopo la conferenza, diversi economisti, tra cui El Erian e Larry Summers, nonché importanti giornali come il Wall Street Journal, hanno criticato con forza queste affermazioni, in particolare quella sul livello neutrale dei tassi di interesse. Citando il Wall Street Journal, «non per essere scortesii, ma quando il tasso sui fondi federali era del 2%-2,25% nell'ottobre 2018, Powell ha detto "siamo molto lontani dalla neutralità" sui tassi di interesse. Il tasso di inflazione dell'epoca era di appena 2,5%. I tempi e le circostanze cambiano, ma il significato di "neutrale" non può essere cambiato così tanto». Larry Summers ha fatto commenti simili, affermando che il livello neutro dei tassi dipende anche dal livello di inflazione e «Se pensi che [2,25% -2,50%] sia neutrale, stai valutando male la posizione della politica in modo fondamentale». Ha anche aggiunto che «è lo stesso tipo di aspettative velleitarie, per essere schietti, che ci ha portato ad avere i problemi che abbiamo ora, con l'uso del termine 'transitorio'».

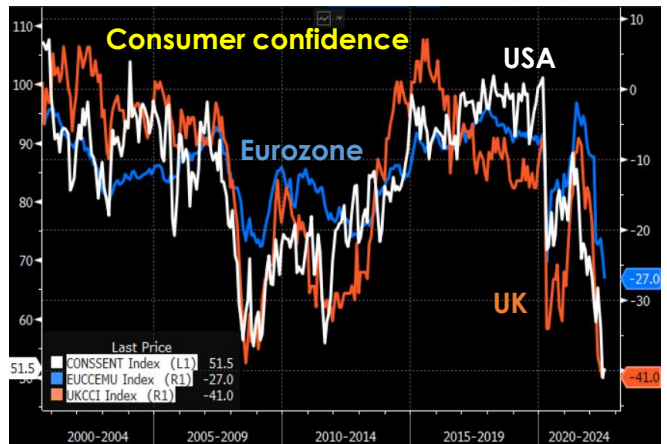
Infine, i dati sul PIL americano pubblicati la scorsa settimana hanno mostrato la prima contrazione trimestrale consecutiva, in calo dello 0,9% annualizzato. Di norma una recessione è definita tale con due trimestri consecutivi di contrazione del PIL. Tuttavia, il presidente Biden e il segretario al Tesoro Yellen hanno voluto affermare che si trattava solo di una «recessione tecnica».

Una «recessione tecnica» è definita come una situazione in cui il PIL si contrae per due trimestri consecutivi per mere cause statistiche, ma senza un calo generalizzato dell'attività economica. Considerando che consumi e occupazione (due delle principali metriche che normalmente si contraggono durante una recessione) sono ancora forti, c'è la possibilità che non si sia davvero in recessione. L'ultima parola spetta al National Bureau of Economic Research, che di solito però impiega parecchio tempo prima di pronunciarsi sull'argomento in modo da pesare correttamente tutti gli indicatori. Nel frattempo, prevale la posizione dell'amministrazione Biden secondo cui l'attuale rallentamento dovrebbe essere liquidato come una recessione tecnica. Duro, il calo della fiducia delle imprese, misurato dagli indici S&P Global PMI, che si stanno avvicinando o superando il livello 50, soglia tra espansione e recessione, così come il crollo della fiducia dei consumatori al livello più basso mai registrato non fa presagire bene per il futuro.

## C'era una volta... (continua)



Fonte: Bloomberg

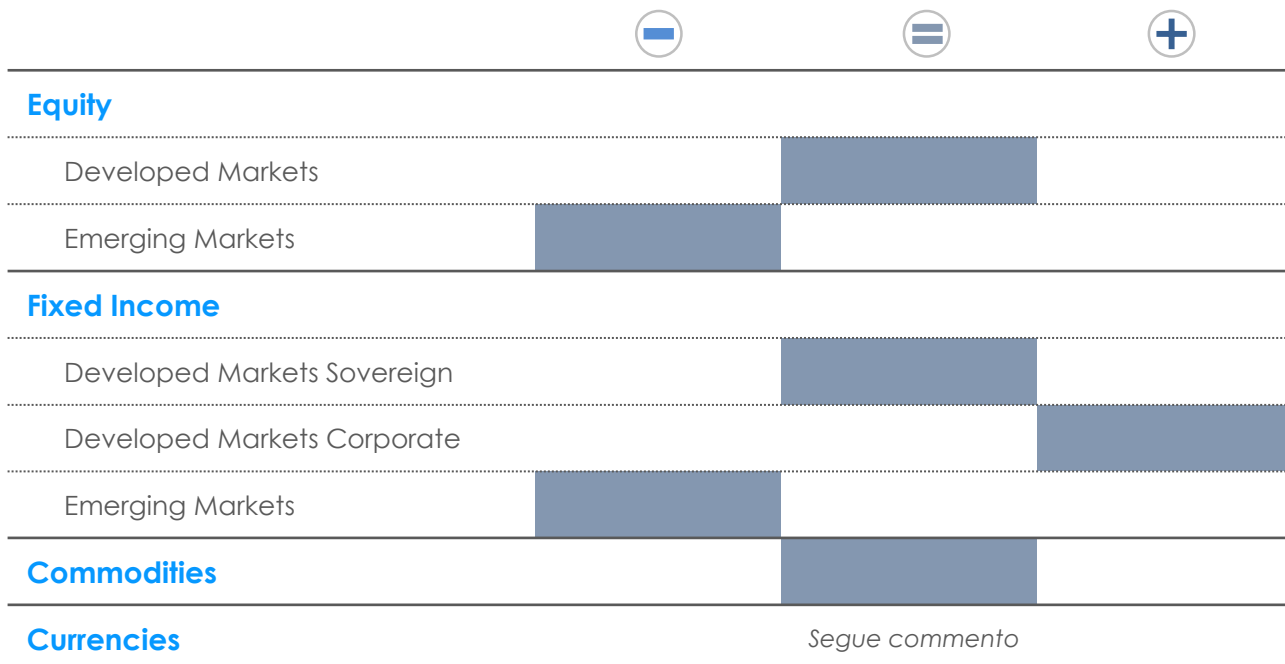


Fonte: Bloomberg

Negli ultimi giorni, il mercato è stato disposto a credere che le banche centrali abbiano cambiato posizione diventando meno agguerrite e più vicine alla fine del loro ciclo di rialzo dei tassi di interesse (o addirittura pronte a iniettare liquidità attraverso acquisti illimitati di obbligazioni), che l'inflazione stia per placarsi grazie a un rallentamento economico che non si tradurrà in una recessione e che i due trimestri di crescita negativa negli Stati Uniti sono una mera recessione tecnica.

Se si dovesse rivelare corretto, c'è la possibilità che i mercati azionari a giugno abbiano toccato un minimo di medio/lungo termine. In caso negativo, il recente rimbalzo si rivelerà essere un altro rally del mercato ribassista simile a quello verificatosi da metà marzo a inizio aprile e dovrebbe essere sfruttato per ridurre le esposizioni azionarie per coloro che sono stati colti sovraesposti al mercato azionario.

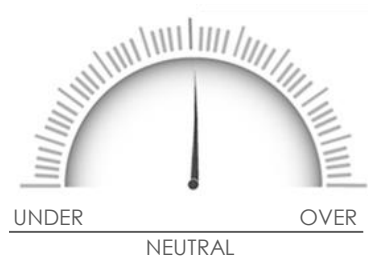
# Asset Allocation View



UNDER    NEUTRAL    OVER

## Equity

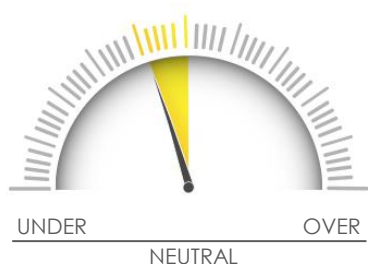
### Developed Markets



View mantenuta **neutrale** dopo l'upgrade effettuato due settimane fa, nell'aspettativa che il recente rimbalzo possa estendersi. Tuttavia, esiste la possibilità che questo possa essere solo un rialzo del mercato ribassista, come discusso nel prologo, e pertanto si consiglia a coloro che erano sovraesposti alle azioni di sfruttare il pullback per ridurre l'esposizione in caso di ulteriore forza. Nel medio termine si rimane cauti a causa di un possibile rallentamento economico e del rischio che i movimenti accomodanti della banca centrale attesi dal mercato non si concretizzino.

US                      Europe                      Japan

### Emerging Markets

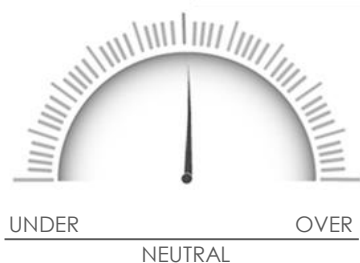


View mantenuta in **leggero sottopeso**. I mercati emergenti hanno continuato a sottoperformare i mercati sviluppati, soprattutto a causa della debolezza delle azioni cinesi, appesantite dalla crisi immobiliare in corso e dai nuovi segnali di rallentamento. I mercati emergenti ex-Cina hanno registrato performance nettamente migliori, ma non sono riusciti a superare i mercati sviluppati, nonostante il significativo sconto delle valutazioni che li rende interessanti su base assoluta e relativa.

Asia ex-Japan                      EEMEA                      LATAM

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Il continuo calo dei tassi d'interesse ha riportato l'intera curva dei rendimenti a livelli poco attraenti, sia sulla parte breve che quella lunga. Dato il rischio di un rallentamento dell'economia, è sconsigliato assumere una posizione corta, ma la possibilità che la svolta apparentemente accomodante delle banche centrali non si concretizzi suggerisce che anche le posizioni lunghe sono sconsigliate. I segmenti molto brevi delle curve (fino a 6 mesi di scadenza) possono essere utilizzati come rifugio sicuro.

EU Core



EU Periphery



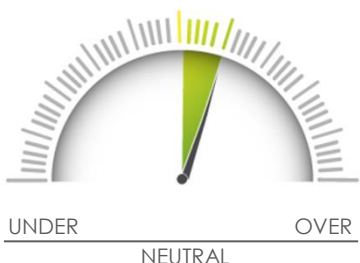
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Tra le obbligazioni societarie, le obbligazioni investment grade e in particolare quelle ibride europee continuano a rappresentare la soluzione migliore, anche in caso di rallentamento dell'economia. Per contro, si consiglia ancora cautela nei confronti degli high yield, che potrebbero presentare ancora un certo ribasso in caso di rallentamento della crescita globale.

IG Europe



IG US



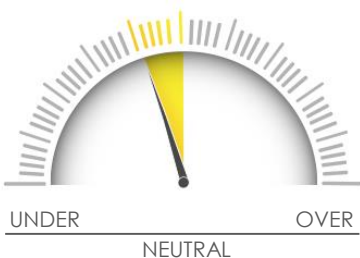
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Nonostante gli spread abbiano raggiunto livelli elevati, è ragionevole aspettarsi che le obbligazioni dei mercati in via di sviluppo rimangano sotto stress finché le banche centrali occidentali continueranno ad aumentare i tassi, nonché in caso di rallentamento dell'economia globale.

Local Currency



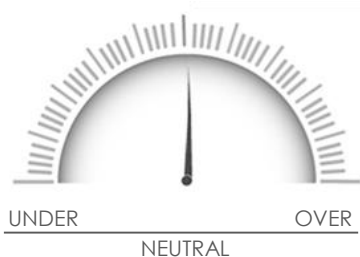
Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta **neutrale**. Non essendo in grado di generare flussi di cassa, i metalli preziosi devono far fronte alla crescente concorrenza dei titoli di Stato statunitensi. L'energia e i metalli industriali potrebbero risentire se il recente rallentamento dovesse continuare o peggiorare, mentre le materie prime agricole potrebbero subire una temporanea correzione con la ripresa delle esportazioni ucraine.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view mantenuta **neutrale**. Dopo il forte apprezzamento delle ultime settimane, il dollaro ha ritracciato in maniera modesta, ma c'è spazio per un ulteriore indebolimento. Tuttavia, nel medio termine si ritiene che il dollaro abbia ancora un margine di apprezzamento, considerando che la Federal Reserve si sta dimostrando la banca centrale più aggressiva nell'inasprire la politica monetaria e che in caso di rallentamento dell'economia globale o di maggiore avversione al rischio il dollaro tende ad apprezzarsi.

**Euro:** view **neutrale**. Da un lato le difficoltà di approvvigionamento energetico e le incertezze legate alle elezioni lampo in Italia continuano a pesare sulla valuta, dall'altro i forti dati sul PIL potrebbero sostenere la valuta.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **neutrale**, ma con un orientamento ribassista. L'imprevedibilità delle decisioni governative, il crollo senza fine del settore immobiliare e la dubbia posizione della Cina in merito al conflitto in Ucraina pesano sulla disponibilità degli investitori a investire nella Cina continentale.

**Valute emergenti:** view mantenuta **neutrale**, ma con un orientamento ribassista in considerazione della pesante correzione delle materie prime e della possibilità di un rallentamento economico.

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. È 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.