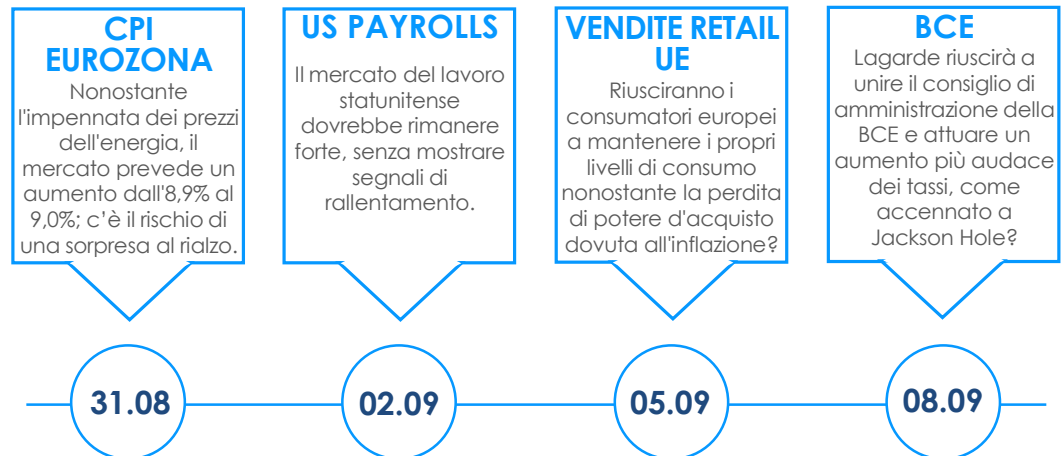


Principali eventi

Azimut Global Network

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



Tassi più alti, più a lungo

- **La riunione a Jackson Hole delle banche centrali si è conclusa con un messaggio inequivocabile e coordinato: i tassi di interesse continueranno a salire e rimarranno elevati per qualche tempo.**
- **Le speranze di una svolta accomodante da parte delle Banche Centrali sono state così deluse.**
- **Il «bear market rally» estivo alimentato da queste speranze rischia di invertirsi, poiché le banche centrali hanno riaffermato la loro posizione aggressiva.**

Come suggeriva il titolo della Global View di inizio agosto, le aspettative di una svolta accomodante da parte delle banche centrali si sono rivelate solo una favola.

I vertici delle principali banche centrali a Jackson Hole hanno comunicato **due messaggi in modo coordinato e inequivocabile**: i tassi devono ancora salire in modo significativo dai livelli attuali per far fronte all'inflazione e rimarranno su quei livelli per un lungo periodo di tempo. In breve, più alto più a lungo.

Powell, aprendo il simposio di Jackson Hole, ha affermato che «l'obiettivo principale del Federal Open Market Committee (FOMC) in questo momento è riportare l'inflazione al nostro obiettivo del 2%» e «la nostra responsabilità di **garantire la stabilità dei prezzi** è incondizionata» in quanto «un il mancato ripristino della stabilità dei prezzi significherebbe un danno maggiore».

La Fed è disposta a fare qualsiasi cosa per ridurre l'inflazione, anche a costo di indurre una recessione poiché «è probabile che la riduzione dell'inflazione richieda un prolungato periodo di crescita al di sotto del trend. [...] anche se, tassi di interesse più alti, crescita più lenta e le condizioni del mercato del lavoro ridurranno l'inflazione, arrecheranno anche un po' di sofferenza alle famiglie e alle imprese. Questi sono gli spiacevoli costi della riduzione dell'inflazione».

Continuare ad aumentare i tassi nonostante un rallentamento economico o una vera e propria recessione è esattamente lo scenario opposto a quello che il mercato ha ipotizzato nelle ultime settimane.

Tassi più alti, più a lungo (continua)

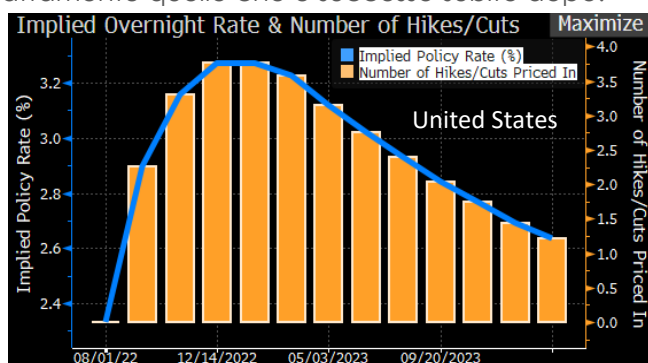
Per quanto riguarda le aspettative sulle decisioni di politica monetaria a medio termine, **Powell ha spazzato via ogni speranza di taglio dei tassi nella prima parte del 2023**, affermando che «il ripristino della stabilità dei prezzi richiederà probabilmente il mantenimento di una politica restrittiva per qualche tempo», e ha segnalato che «il record storico mette fortemente in guardia contro un allentamento prematuro della politica», sminuendo la rilevanza del primo calo del CPI affermando che «sebbene le letture di un'inflazione più bassa a luglio siano benvenute, il miglioramento per un solo mese è molto al di sotto di ciò di cui il Comitato ha bisogno di vedere prima di essere fiducioso che l'inflazione stia scendendo».

Per rafforzare ulteriormente il suo messaggio, ha citato le esperienze degli anni '70 e '80 e ha ricordato le azioni intraprese da Volker per sconfiggere l'inflazione: «le nostre deliberazioni e decisioni di politica monetaria si basano su ciò che abbiamo appreso sulle dinamiche dell'inflazione sia elevata che volatile del 1970 e 1980» e «la storia mostra che è probabile che i costi occupazionali, per ridurre l'inflazione, aumenteranno con ritardo, poiché l'inflazione elevata si radica maggiormente nella determinazione di salari e prezzi. La riduzione dell'inflazione di Volker nei primi anni '80 è avvenuta a seguito di molteplici tentativi falliti di abbassarla per 15 anni. Alla fine è stato necessario un lungo periodo di politica monetaria molto restrittiva per arginare l'elevata inflazione».

Gli altri membri della Fed che hanno parlato durante il simposio hanno tutti espresso indicazioni coerenti con le osservazioni del presidente della Fed. Il presidente della Fed di Atlanta Raphael Bostic, il più accomodante di tutti, ha affermato che i tassi dovrebbero aumentare di almeno altri 100-125 punti base e rimanere a quel livello per un po'. Il presidente della Fed di Cleveland Loretta Mester ha avvisato che ha bisogno di «vedere molti altri mesi di dati migliori sull'inflazione per poter anche solo dire che ha raggiunto il picco» e che i tassi di interesse dovranno essere aumentati al di sopra del 4% lasciandoli a quei livelli per qualche tempo. Il presidente della Fed di Minneapolis Neel Kashkari, durante una discussione con il primo vicedirettore generale del Fondo Monetario Internazionale Gita Gopinath, ha affermato che la situazione attuale «non è quella che avevamo in mente quando abbiamo parlato di far funzionare l'economia. Questo è un inferno furioso. E questo comporta rischi significativi». Il commento si riferiva alla volontà della Fed di non alzare i tassi subito dopo la riapertura e di lasciare che l'economia funzionasse senza freni per un po' di tempo.

Una posizione così aggressiva da parte della Fed è probabilmente dovuta alla reazione del mercato nelle ultime settimane. Come spiegato nella Global View di inizio agosto, dopo gli ultimi incontri della BCE e della Fed, i mercati finanziari sono stati disposti a credere che le banche centrali fossero vicine ad una svolta, il che significa che stavano quasi per porre fine al rialzo dei tassi e iniziare a tagliarli subito dopo. All'inizio di agosto (grafico in basso a sinistra), il mercato presumeva che i tassi ufficiali sarebbero saliti a un massimo del 3,25% entro dicembre, per poi essere gradualmente ridotti fino al 2,6% nel 2023. Il calo dei tassi di interesse è stato quindi un vento favorevole per i mercati azionari, in particolare per gli indici statunitensi e il Nasdaq. L'aumento combinato di azioni e obbligazioni ha quindi causato un notevole allentamento delle condizioni finanziarie, esattamente l'opposto dell'obiettivo prefissato dalla Fed.

Una situazione simile si era già verificata a marzo e, allora come oggi, è stato necessario che diversi membri della Fed iniziassero ad avvertire apertamente il mercato che la banca centrale statunitense avrebbe dovuto infliggere pesanti perdite ai mercati per raggiungere il suo obiettivo di inasprimento finanziario condizioni (si veda il report del 13 aprile "Non combattere le banche centrali"). Ed è esattamente quello che è successo subito dopo.

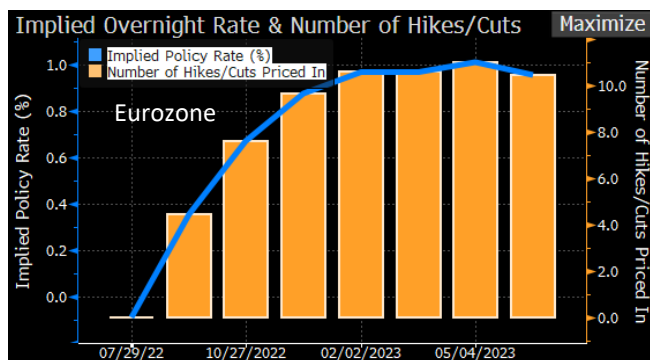


Fonte: Bloomberg, data as of August 1st, 2022

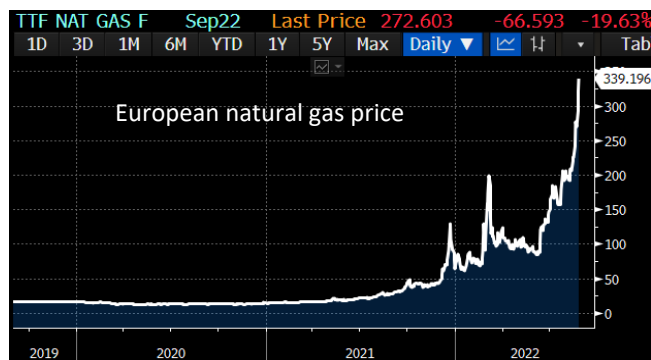


Fonte: Bloomberg

Tassi più alti, più a lungo (continua)



Fonte: Bloomberg, data as of July 31st, 2022



Fonte: Bloomberg

Dopo impegni così forti, **è probabile che**, nella prossima riunione di settembre, **la Fed**, per non perdere credibilità, **alzerà nuovamente i tassi di 75 punti base**. Probabilmente, in assenza di un forte rialzo del mercato, un aumento di 50 punti base potrebbe essere più plausibile.

Per quanto riguarda la **BCE**, la prima cosa da notare è che la delegazione selezionata per partecipare alla riunione di Jackson Hole era composta esclusivamente da membri moderatamente o decisamente aggressivi. Questo potrebbe essere un segno che all'interno della BCE coloro che vorrebbero una maggiore austerità nella politica monetaria in un contesto di inflazione record stanno riuscendo ad avere maggiore voce in capitolo. In tal caso, il rialzo dei tassi in Europa potrebbe essere più rapido ed esteso.

Isabel Schnabel, membro del comitato esecutivo della Banca centrale europea, ha affermato che «sia la probabilità che il costo dell'attuale elevata inflazione radicata nelle aspettative, sono fastidiosamente alti» e che «in questo contesto, le banche centrali devono agire con forza». Joachim Nagel, il capo della Bundesbank tedesca, ha aggiunto che «la storia è abbastanza chiara. L'inflazione è troppo alta. E anche la risposta in una situazione come questa è ovvia. Questo è ciò che le banche centrali devono fare in una situazione come l'attuale: dobbiamo alzare i tassi». Il membro del Consiglio direttivo Francois Villeroy de Galhau ha sottolineato come il rischio di una non-azione sia quello di essere costretti ad agire più brutalmente in seguito, avvertendo che **«possiamo essere gradualisti, ma non dovremmo essere lenti e ritardare la normalizzazione** fino a quando le aspettative di inflazione più elevate non ci costringeranno a rialzi aggressivi dei tassi di interesse». Olli Rehn, altro membro del Consiglio direttivo della Bce, ha anticipato che «il prossimo passo sarà una mossa significativa a settembre, a seconda dei dati in arrivo e delle prospettive di inflazione». Un membro della BCE non specificato avrebbe persino sostenuto che presto sarebbe arrivato il momento di discutere quando avviare il QT in Europa.

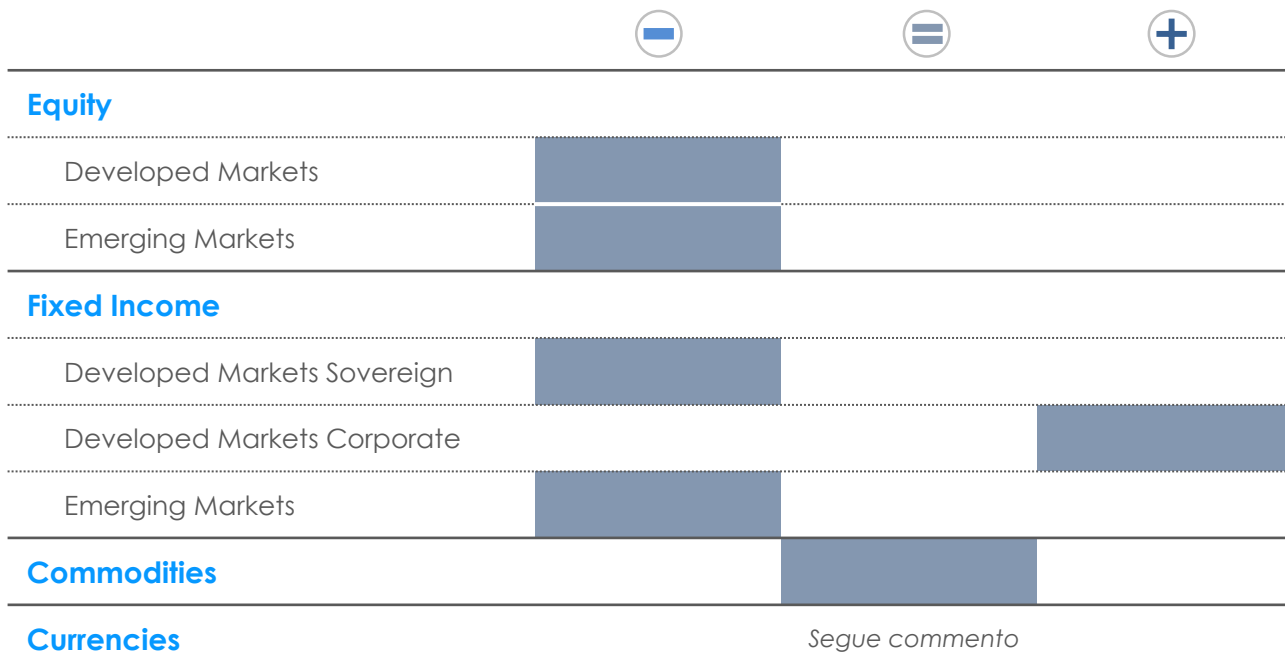
Sebbene non sia identico, perché il ciclo di rialzo dei tassi è in fasi diverse, il messaggio della BCE è stato coerente con quello della Fed. **La BCE ha anche chiarito che la politica monetaria dovrà diventare molto più restrittiva**, costringendo gli operatori di mercato a rivedere le proprie aspettative. Al 31 luglio, il mercato continuava a ritenere che i tassi di interesse europei non avrebbero mai superato l'1%, nonostante un aumento dei prezzi dell'elettricità di 11 volte su base annua e di 4 volte dall'inizio di giugno.

Alla luce dei messaggi trasmessi dalle banche centrali a Jackson Hole, **gli investitori dovrebbero analizzare attentamente la composizione dei loro portafogli**. Infatti, il recente rimbalzo dei mercati azionari e il calo dei tassi di interesse sono stati guidati dall'aspettativa di una svolta «dovish» da parte delle banche centrali e di un ciclo di tagli dei tassi che iniziasse subito dopo la fine dei rialzi. Ora che tali aspettative sono state fortemente smentite, **è possibile assistere a un ritracciamento completo dell'intero rally del mercato estivo**. Dopotutto, qualsiasi rally del mercato ribassista è sempre fondato su aspettative irrealistiche.

Peggio ancora, dato che è ormai chiaro che i rialzi dei tassi continueranno anche in caso di recessione, e che le probabilità di recessione aumentano significativamente se le politiche monetarie annunciate vengono attuate, i mercati finanziari potrebbero raggiungere i minimi storici.

Meglio essere preparati a un autunno potenzialmente turbolento.

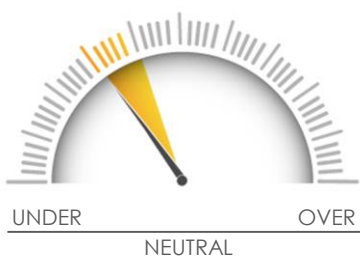
Asset Allocation View



UNDER
 NEUTRAL
 OVER

Equity

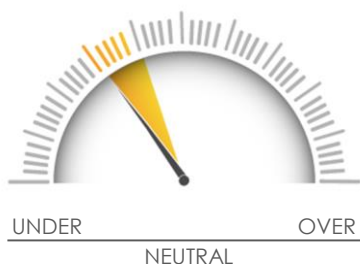
Developed Markets



View ridotta di due notch portandola a **sottopeso**. Nel commento di inizio di agosto, si era consigliato a coloro che erano sovraesposti alle azioni di trarre vantaggio dal rialzo del mercato ribassista per ridurre l'esposizione in caso di ulteriore forza, temendo che il pivot accomodante delle banche centrali non si concretizzasse. Come espresso nel prologo, questo è esattamente quello che è successo, con il mercato in rialzo fino a metà agosto per poi accelerare al ribasso sulla base dell'evidenza che le banche centrali manterranno la loro posizione aggressiva. Il rischio è che il rally del mercato ribassista venga in parte invertito, da qui la raccomandazione di sottopeso.

US
 Europe
 Japan

Emerging Markets

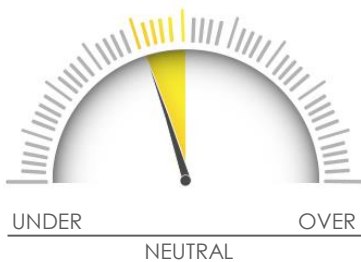


View ulteriormente ridotta a **sottopeso**. Nonostante le valutazioni dei paesi emergenti siano decisamente scontate rispetto a quelle dei paesi sviluppati, l'adozione da parte delle banche centrali occidentali di una politica monetaria marcatamente restrittiva dovrebbe portare ad un aumento dell'avversione al rischio con una conseguente riduzione delle esposizioni verso asset class rischiose. Pertanto, e sebbene negli ultimi mesi i mercati emergenti, esclusa la Cina, si siano comportati in linea con i paesi sviluppati, si consiglia un approccio più cauto per i prossimi mesi.

Asia ex-Japan
 EEMEA
 LATAM

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View ridotta a **leggero sottopeso**. Da un lato, si guarda con attenzione l'estremità molto corta delle curve (scadenza fino a 6 mesi) come il luogo più sicuro dove parcheggiare i risparmi. D'altra parte, i messaggi chiaramente aggressivi veicolati dalle principali banche centrali a Jackson Hole suggeriscono che le curve dall'estremità corta (2 anni) alla fascia lunga (30 anni) sono vulnerabili alla rivisitazione e persino al superamento dei recenti massimi dei tassi. Le obbligazioni europee sono considerate le più vulnerabili, in particolare i BTP italiani, anche per ragioni politiche.

EU Core



EU Periphery



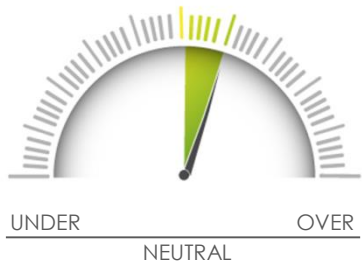
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Tra le obbligazioni corporate, le obbligazioni investment grade, in particolare le obbligazioni ibride europee, continuano a offrire le migliori opportunità, anche se si dovesse verificare un rallentamento economico e/o le banche centrali dovessero attuare politiche monetarie più restrittive. Al contrario, si consiglia ancora cautela sul segmento high yield, che potrebbero avere ancora qualche ribasso in caso di rallentamento della crescita globale.

IG Europe



IG US



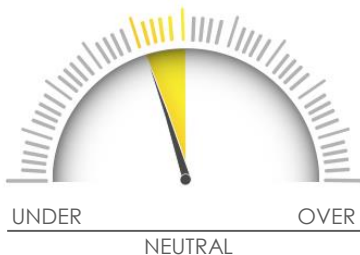
HY Europe



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 rimarranno sotto stress finché le banche centrali occidentali continueranno ad aumentare i tassi, nonché in caso di rallentamento economico globale.

Local Currency



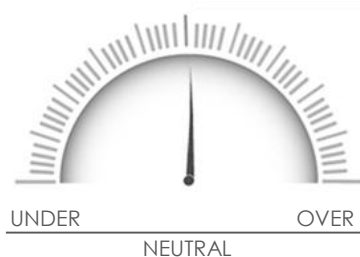
Hard Currency IG



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, soprattutto con l'aumento dei tassi di interesse ufficiali. View positiva sul petrolio, a causa della fine del rilascio della Strategic Petroleum Reserve in ottobre e dell'aumento dei prezzi energetici europei, che rendono economicamente sostenibile la generazione di elettricità dal petrolio.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view confermata **neutrale**, ma con un orientamento rialzista. Il dollaro dovrebbe continuare a rimanere forte poiché la Federal Reserve ha mostrato la massima determinazione nell'attuazione di politiche fiscali più restrittive tra le banche centrali rappresentate a Jackson Hole e poiché il biglietto verde tende a rafforzarsi durante i periodi di maggiore avversione al rischio.

Euro: view **neutrale**. Da un lato, la crisi energetica dovrebbe continuare a pesare sulla valuta; dall'altro, la possibilità che la BCE sorprenda con un'azione più audace al prossimo incontro dopo le osservazioni dei governatori della BCE a Jackson Hole potrebbe stimolare un rimbalzo dell'euro.

Renminbi cinese: view confermata **neutrale**, ma con orientamento ribassista. L'imprevedibilità delle decisioni del governo, il crollo senza fine del settore immobiliare e la posizione dubbia della Cina riguardo al conflitto in Ucraina stanno pesando sulla volontà degli investitori di investire nella Cina continentale.

Valute emergenti: si mantiene un atteggiamento **neutrale**, ma con un orientamento ribassista in vista di politiche monetarie più stringenti da parte delle banche centrali occidentali e della possibilità di un rallentamento economico più pronunciato.

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.