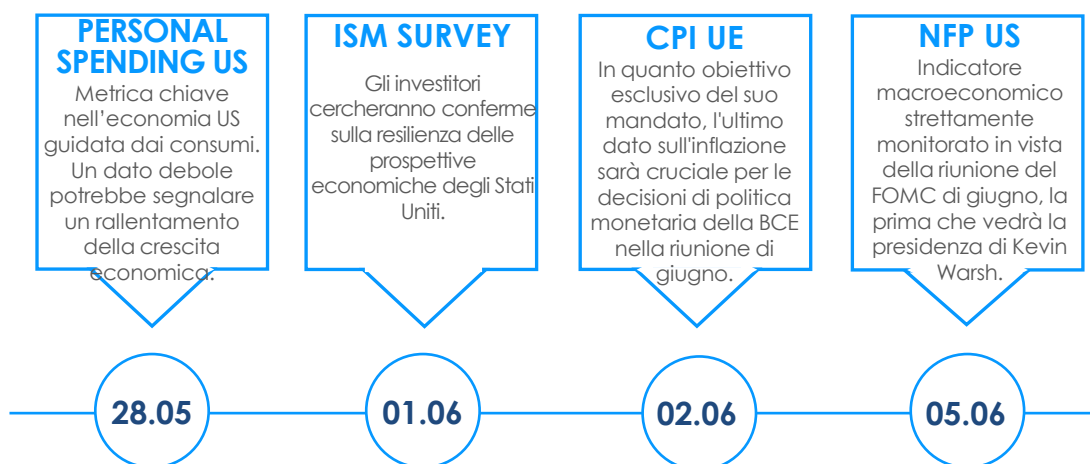


Eventi Principali

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



Obbligazioni globali: da Downing Street a Capitol Hill, passando per Hormuz

- I mercati obbligazionari globali stanno registrando un brusco assestamento guidato dalle ramificazioni inflazionistiche del conflitto in Iran, oltre che da fattori idiosincratici.
- Nel Regno Unito, il governo di Keir Starmer è sotto pressione a seguito di una pesante sconfitta nelle recenti elezioni locali. Le aspettative di una politica fiscale più espansiva sotto un potenziale nuovo primo ministro hanno innervosito gli investitori, portando a un brusco repricing degli asset finanziari britannici.
- Più in generale, i mercati globali obbligazionari stanno affrontando una crescente pressione dovuta a una confluenza di fattori strutturali, tra cui l'aumento dei prezzi dell'energia, deficit pubblici persistentemente elevati e l'inversione del quantitative easing da parte delle principali banche centrali.

I mercati obbligazionari globali stanno registrando un aggiustamento significativo, esacerbato dalle ripercussioni inflazionistiche della guerra in Iran e, in alcuni casi, da sviluppi domestici idiosincratici. La prima sezione di questo report esamina il Regno Unito come caso di studio, mentre la seconda sezione amplia la prospettiva ai cambiamenti a più lungo termine che influenzano il contesto macroeconomico globale.

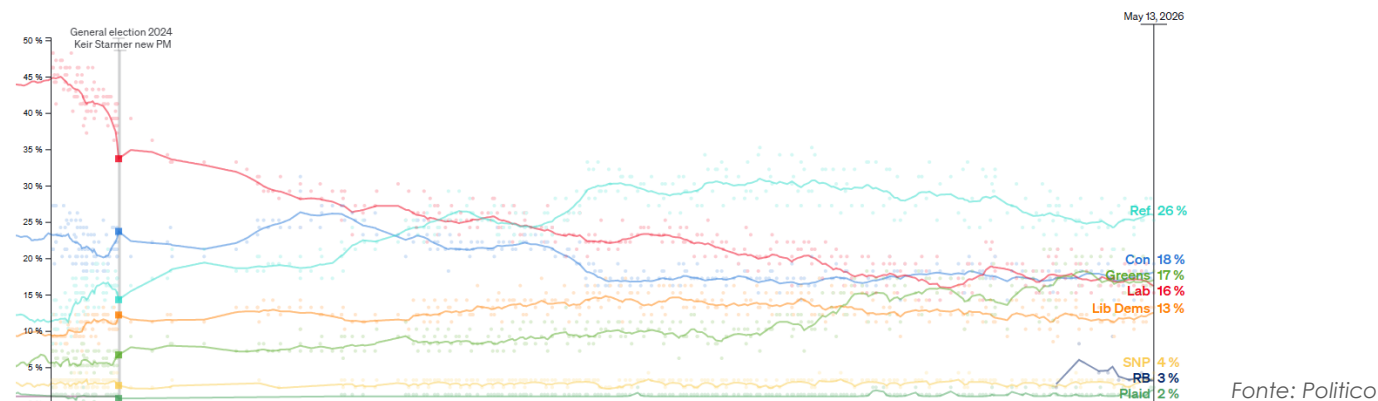
Regno Unito: dove guerra e instabilità politica incontrano la «memoria muscolare»

Nel Regno Unito, il governo del Primo Ministro Keir Starmer è sotto una pressione crescente a seguito del disastroso risultato elettorale alle locali e alle suppletive, con il Labour che perde terreno a favore di Reform UK di Nigel Farage a destra e del Partito Verde a sinistra.

Questa instabilità ha aperto la strada al sindaco della Greater Manchester, Andy Burnham, per avviare una campagna ombra per la leadership. Per sfidare direttamente Starmer, Burnham deve prima diventare un membro del Parlamento in carica. Per facilitare questo percorso, il deputato laburista Josh Simons ha accettato di farsi da parte nel suo collegio elettorale di Makerfield, innescando un'elezione suppletiva fissata per il 18 giugno. La vittoria di Burnham è tutt'altro che garantita, poiché Reform UK ha ottenuto quasi il 50% dei voti nelle circoscrizioni sovrapposte del collegio nelle recenti elezioni locali.

(continua)

Intenzioni di voto nel Regno Unito: il Partito Laburista ha perso oltre la metà dei propri consensi in un anno



Se Burnham vincessse l'elezione suppletiva e ottenesse il suo seggio ai Comuni, il 20% dei parlamentari laburisti (81 deputati) dovrebbe sostenere formalmente una mozione di sfiducia per innescare una corsa alla leadership, nell'ipotesi in cui Starmer si rifiutasse di dimettersi volontariamente. Burnham si troverebbe quindi a competere contro Keir Starmer e altri rivali, come Wes Streeting e Angela Rayner. Gli alleati di Burnham stanno spingendo con forza per una tabella di marcia che lo veda insediato come Primo Ministro prima della conferenza del Partito Laburista a Liverpool questo settembre.

Non appena la prospettiva di una premiership di Burnham è diventata concreta, gli asset finanziari britannici – e i Gilt in particolare – hanno subito un netto sell-off. I rendimenti dei Gilt a 10 anni sono balzati oltre il 5,1%, raggiungendo i livelli più alti dal 2008, mentre i rendimenti a 30 anni hanno toccato vette che non si vedevano dal 1998. Sebbene il programma di Burnham – basato su nazionalizzazioni di massa e consistenti investimenti locali – sia stato uno dei fattori scatenanti delle vendite, è stata la sua dichiarazione secondo cui il Regno Unito sarebbe "sotto scacco dei mercati obbligazionari" a spaventare maggiormente i mercati.

Con l'instabilità finanziaria ormai associata alla sua potenziale leadership, Burnham ha prontamente fatto marcia indietro, cercando di calmare il mercato e impegnandosi a rispettare i limiti di indebitamento esistenti del governo, noti come regole fiscali. I Gilt hanno così recuperato parte delle perdite precedenti, aiutati anche dalla pubblicazione di dati sull'inflazione inferiori alle aspettative.

Oltre a evidenziare questioni domestiche idiosincratiche e l'effetto persistente della crisi LDI del 2022 sulla memoria muscolare degli investitori, l'andamento negativo dei prezzi dei Gilt è anche la manifestazione di un trend più ampio che sta interessando il mercato globale dei titoli di Stato, come discusso nella sezione seguente.

Obbligazioni globali: rendimenti interessanti contro venti contrari strutturali

La turbolenza nei Gilt britannici si è sviluppata in un contesto più ampio di crescenti pressioni su tutti i titoli di Stato globali. Una media equiponderata dei rendimenti a 10 anni delle principali economie sviluppate (Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Germania, Francia, Italia, Australia, Svizzera) ha raggiunto livelli che non si vedevano dal 2010.

Se da un lato il fattore scatenante dell'ultima fiammata dei rendimenti è stato l'effetto inflazionistico derivante dalla chiusura dello Stretto di Hormuz, dall'altro il brusco repricing dei mercati obbligazionari globali negli ultimi anni riflette una confluenza di fattori strutturali.

La risposta dei governi e delle banche centrali, prima alla pandemia di Covid e poi al conflitto russo-ucraino, ha ridisegnato diverse strutture fondamentali a cui i mercati finanziari si erano abituati.

I mercati sono passati dal cosiddetto "New Normal" a quella che noi di Azimut definiamo l'economia DART (De-Globalization & Defence Spending, AI, Re-Distribution, and Energy Transition – Deglobalizzazione e spese per la difesa, IA, Ridistribuzione e Transizione Energetica). Se la caratteristica distintiva del New Normal era l'ampio ricorso all'accomodamento monetario, spesso tramite l'acquisto di titoli di Stato, per sostenere un'inflazione ostinatamente bassa, il regime attuale vede un uso diffuso dell'espansione fiscale per supportare l'attività economica. Questa transizione ha cambiato radicalmente lo scenario degli investimenti, invalidando alcune storiche "verità dogmatiche", come la correlazione negativa tra azioni e titoli di Stato, e – aspetto cruciale – facendo uscire il genio dell'inflazione dalla lampada.

(continua)

Media equi-ponderata dei rendimenti a 10 anni per un paniere dei principali mercati sovrani sviluppati



Anche la deglobalizzazione e il friend-shoring hanno contribuito a invertire la tendenza disinflazionistica iniziata con l'adesione della Cina al WTO. Inoltre, il sostanziale aumento dell'offerta di titoli di Stato necessario per finanziare la spesa pubblica si è incrociato con una minore domanda da parte delle banche centrali, passate dal Quantitative Easing al Quantitative Tightening. Più in generale, è diminuita anche la domanda da parte dei gestori delle riserve valutarie, poiché gli acquisti di titoli di Stato (prevalentemente Treasury statunitensi) sono stati sostituiti da asset alternativi come l'oro. Di recente, i massicci flussi di emissioni societarie volti a finanziare il ciclo di CapEx nell'intelligenza artificiale degli hyperscaler hanno esercitato un'ulteriore pressione al ribasso sulla duration globale. La combinazione di queste dinamiche ha costretto gli investitori a richiedere rendimenti e premi al rischio più elevati per finanziare gli emittenti sovrani.

Considerando quanto sopra, le obbligazioni globali sono destinate a un outlook cupo? A nostro avviso, la risposta è no.

Nel breve termine, una de-escalation del conflitto in Iran e una normalizzazione dei flussi energetici sposterebbero la distribuzione dei rischi legati ai percorsi di politica monetaria, traducendosi in un vento a favore per i bond globali.

Anche in caso di una nuova escalation, sebbene le obbligazioni globali ne verrebbero probabilmente influenzate negativamente, il rischio di ribasso sarebbe considerevolmente più contenuto rispetto all'episodio del 2021-2022, grazie a diversi fattori, in particolare:

- Un punto di partenza sostanzialmente più elevato nei tassi di politica monetaria (ad es. i Fed Funds si attestano attualmente al 3,75% contro lo 0,25% del 2021, i tassi della BCE sono attualmente al 2,0% contro il -0,5% del 2021);
- Un punto di partenza più basso per l'inflazione (il PCE statunitense è attualmente al 3,2% contro l'oltre 5% di fine 2021, l'inflazione CPI dell'Eurozona è attualmente al 3,0% contro il 5,0% di fine 2021 e oltre il 10% nel quarto trimestre del 2022);
- Una politica fiscale meno espansiva (il deficit statunitense in rapporto al PIL ha raggiunto il 14,5% nel 2020, contro il 6% attuale; dinamica simile nell'Eurozona, a seconda del paese specifico);
- La diversa natura dello shock: la fase iniziale della fiammata inflazionistica del 2021-2022 è stata originata da uno shock della domanda, innescato dalla riapertura delle economie globali post-pandemia. È stato poi lo scoppio della guerra russo-ucraina nel febbraio 2022 a gettare benzina sul fuoco dell'inflazione, aggiungendo colli di bottiglia dal lato dell'offerta alla configurazione prevalente. Lo shock odierno è guidato dall'offerta e si sta verificando in un contesto di attività economica moderata, fatte salve alcune sacche di eccezionalità concentrate principalmente attorno all'IA.

Tutto sommato, questi fattori indicano una funzione di reazione meno vigorosa da parte delle banche centrali rispetto all'episodio del 2021-2022, anche in un contesto di persistente interruzione dei flussi energetici.

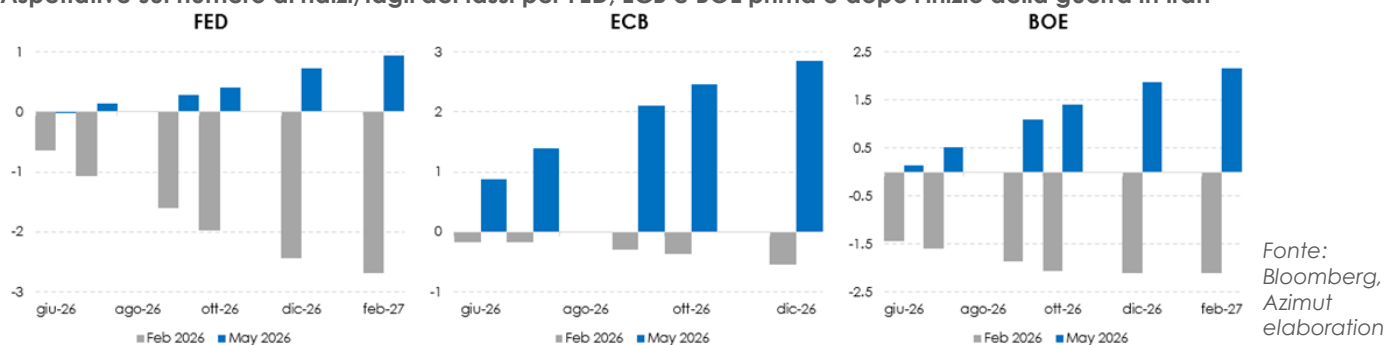
Oltre a un rischio di ribasso limitato, a nostro avviso diversi altri fattori concorrono a delineare un outlook favorevole per le obbligazioni globali.

(continua)

In primo luogo, le valutazioni: i livelli attuali dei rendimenti offrono un punto di ingresso interessante e i forward a lungo termine risultano convenienti in diverse aree geografiche, con picchi di attrattività in paesi come il Regno Unito e il Giappone.

In secondo luogo, le aspettative di uno shock energetico hanno già guidato un brusco repricing dei percorsi di politica monetaria delle banche centrali; i mercati degli swap sono passati dall'attendere tagli dei tassi negli Stati Uniti e nel Regno Unito a prezzare rialzi per le principali banche centrali. L'attuale pricing del mercato degli swap sconta quasi un rialzo della Fed, due rialzi della BoE e tre rialzi della BCE entro la fine dell'anno. Inoltre, in media, i livelli attuali dei rendimenti offrono un cuscinetto in grado di compensare movimenti avversi dei tassi di interesse (in particolare per i titoli a breve scadenza).

Aspettative sul numero di rialzi/tagli dei tassi per FED, ECB e BOE prima e dopo l'inizio della guerra in Iran



Inoltre, sebbene le obbligazioni abbiano funzionato male come diversificatori di portafoglio durante le fiammate inflazionistiche, sono state comunque in grado di offrire rendimenti positivi e correlati negativamente durante i periodi di stress guidati da timori sulla crescita. Episodi recenti come la crisi delle banche regionali del 2023 (rally dei Treasury), le conseguenze del "Giorno della Liberazione" dello scorso anno (rally del Bund) e lo spavento legato al Private Credit di quest'anno (rally della duration globale) ne forniscono una prova tangibile. Questi precedenti avvalorano la tesi a favore del possesso di obbligazioni nel caso in cui le ramificazioni del conflitto in Iran si traducessero in una riduzione dell'attività economica e in revisioni al ribasso delle aspettative di crescita. Detto questo, la diversificazione e la qualità saranno fondamentali, poiché questi episodi hanno dimostrato che la dispersione delle performance tra i diversi mercati obbligazionari può essere estremamente pronunciata.

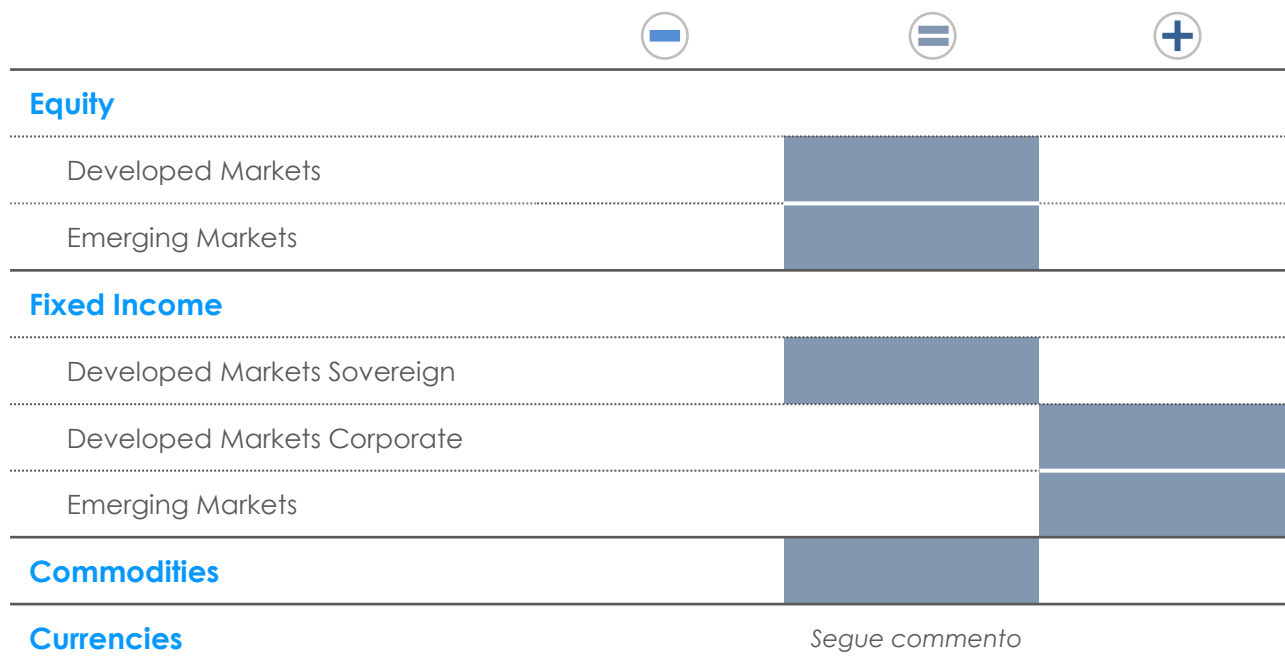
Inoltre, le aspettative di inflazione rimangono ben ancorate, poiché il recente aumento dei rendimenti globali è stato guidato dai tassi reali. A questo proposito, la narrativa prevalente su un imminente "miracolo della produttività" guidato dall'intelligenza artificiale ha contribuito a contenere le aspettative di inflazione. Anche gli attuali livelli di crescita della massa monetaria in senso ampio nelle diverse aree geografiche sono coerenti con pressioni inflazionistiche moderate.

Per di più, il posizionamento degli investitori riflette un estremo sovrappeso sulle azioni e un pesante sottopeso sulle obbligazioni, il che implica un ampio margine per un ribilanciamento a favore dei bond.

Infine, i governi e le banche centrali di tutto il mondo hanno iniziato – e molto probabilmente continueranno – a implementare riforme normative volte a creare una domanda aggiuntiva di titoli di Stato domestici. Nel novembre 2025, gli Stati Uniti hanno varato una riforma del Supplementary Leverage Ratio (SLR), liberando spazio nei bilanci delle banche per fare posto a ulteriori acquisti di Treasury statunitensi. Allo stesso modo, il "GENIUS Act" statunitense (luglio 2025) aumenta la domanda di Treasury short-term obbligando gli emittenti di stablecoin a coprire interamente le loro monete digitali con asset liquidi di alta qualità. Iniziative recenti di altri paesi, come il Canada Strong Fund, lanciato nell'aprile 2026, e il UK Pension Scheme Act 2026, vanno nella stessa direzione, imponendo investimenti in asset domestici. Su questo punto, vale anche la pena menzionare che quelle banche centrali ancora impegnate a ridurre i propri portafogli obbligazionari – come la BCE e la BoE – potrebbero sospendere il Quantitative Tightening.

Per concludere, nonostante una confluenza di sviluppi transitori e strutturali che hanno mutato il contesto per i bond globali, gli attuali livelli dei rendimenti offrono una proposta interessante per gli investitori disposti ad assumere una visione di medio-lungo termine sul segmento. La diversificazione geografica rimane un ingrediente chiave per migliorare i rendimenti, sia in termini assoluti sia su base corretta per il rischio. Rispetto alla scadenza preferita, se da un lato le scadenze brevi presentano un rischio di ribasso contenuto, dall'altro gli investitori dovrebbero valutare l'esposizione a obbligazioni a più lunga scadenza per bloccare rendimenti elevati, ai massimi del ciclo, per un periodo prolungato.

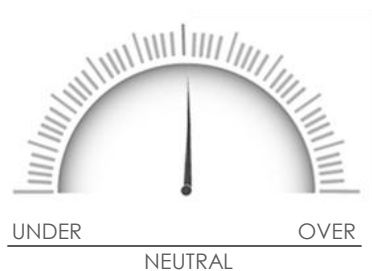
Asset Allocation View



⊖ UNDER = NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

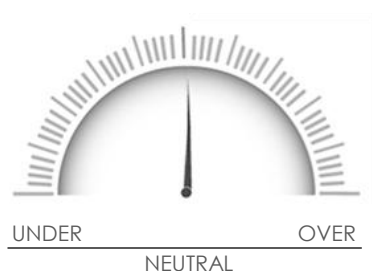
Developed Markets



View mantenuta **neutrale**. I mercati azionari sono sostenuti da diversi fattori. La recente rinfiammata dell'inflazione sta spingendo il PIL nominale verso una crescita a cifra singola elevata. Ciò si traduce in prospettive di crescita più robuste per gli EPS, che stavano già crescendo a ritmi eccezionalmente elevati anche senza la spinta inflazionistica. L'effetto ricchezza, il momentum positivo, l'ampia liquidità e la copertura delle posizioni corte da parte degli investitori colti alla sprovvista sui minimi di marzo stanno contribuendo al rally. Rimangono timori per una correzione di breve termine che, data la velocità del rimbalzo, non può essere esclusa. Tuttavia, se si verificasse una correzione, questa rappresenterebbe un'opportunità di acquisto, a patto che la crescita rimanga solida.

US = Europe ⊖ Japan =

Emerging Markets

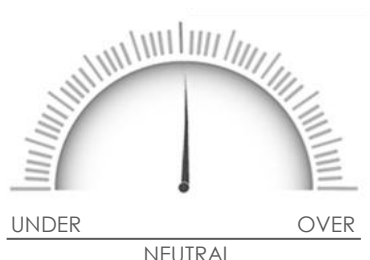


View mantenuta **neutrale**. Le stesse considerazioni delineate sopra per i mercati sviluppati si applicano ugualmente ai mercati emergenti, i quali, in aggiunta, scambiano a valutazioni più basse, migliorando la loro attrattività relativa. Molti di questi mercati dispongono inoltre di riserve sostanziali e sono esportatori netti di materie prime, il che li posiziona in modo da beneficiare del continuo aumento dei prezzi delle commodity. Infine, i mercati emergenti offrono il maggior potenziale di rimbalzo nel caso in cui il conflitto si attenuasse e lo Stretto di Hormuz riaprisse; in particolare in Asia, essendo la regione più dipendente dalle importazioni che transitano attraverso questo snodo cruciale.

Asia ex-Japan = EEMEA ⊖ LATAM ⊕

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Dopo i sostanziali aumenti registrati nelle settimane precedenti, le curve dei rendimenti globali hanno raggiunto livelli che prezzano già in gran parte i vari scenari avversi che potrebbero colpire i bond – una rinnovata pressione inflazionistica derivante dalla guerra in Iran, l'instabilità politica, la cattiva gestione fiscale e il drenaggio di liquidità da parte delle banche centrali – come discusso nella sezione di apertura di questo report. Tuttavia, è ancora opportuna una certa cautela in caso di rinnovate tensioni in Iran.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View portata a **leggero sovrappeso**. La caccia al rendimento prosegue, alimentata da un'ampia liquidità, con gli spread che sono scesi sotto i livelli di fine febbraio (pre-guerra) e si stanno avvicinando nuovamente ai minimi storici. Tuttavia, grazie all'incremento dei tassi risk-free menzionato in precedenza, i rendimenti a scadenza rimangono interessanti e ben al di sopra dei livelli di inizio anno. Se la crescita globale continuerà a tenere relativamente bene, non vi è motivo di essere eccessivamente cauti e di uscire prematuramente dal mercato. All'interno del segmento creditizio, continuiamo a preferire i titoli investment-grade rispetto a quelli high-yield.

IG Europe



IG US



HY Europe



HY US



Emerging Markets



View portata a **leggero sovrappeso**. Le motivazioni sono le stesse appena delineate per le obbligazioni corporate dei paesi sviluppati.

Local Currency



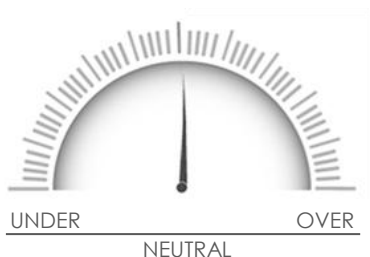
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta **neutrale**. Manteniamo un atteggiamento cauto sui metalli preziosi, considerati i venti contrari derivanti dalle vendite delle banche centrali e la possibilità che gli investitori che hanno accumulato posizioni nell'ultimo anno - attratti dalla loro significativa sovraperformance rispetto ad altre asset class - possano iniziare a ruotare nuovamente verso i titoli tecnologici, cresciuti costantemente negli ultimi due mesi. Nel medio-lungo termine, tuttavia, la nostra visione rimane positiva. Sui metalli industriali siamo più rialzisti, guidati dalla crescente concorrenza per le materie prime essenziali.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro US: view mantenuta **neutrale**. Da un lato, il dollaro potrebbe rafforzarsi a causa dell'ampliamento del differenziale dei tassi di interesse a suo favore. Dall'altro, il biglietto verde potrebbe indebolirsi qualora il conflitto in Iran venisse risolto, allentando le tensioni geopolitiche.

Euro: view mantenuta **neutrale**. Il deterioramento delle prospettive di crescita nell'eurozona depone a favore di un possibile indebolimento della valuta unica, ma l'apparente determinazione della BCE ad aumentare i tassi di interesse nonostante le difficoltà economiche potrebbe fungere da contrappeso.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale** con un orientamento **rialzista**.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale** con un orientamento **rialzista**, con una preferenza per le valute dei paesi che sono 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.