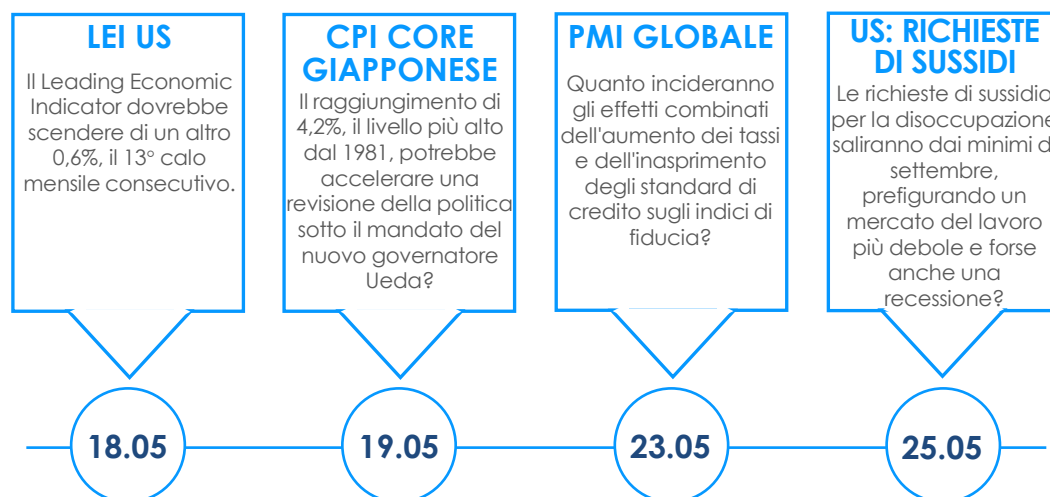


Principali eventi

**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



Strada Tortuosa

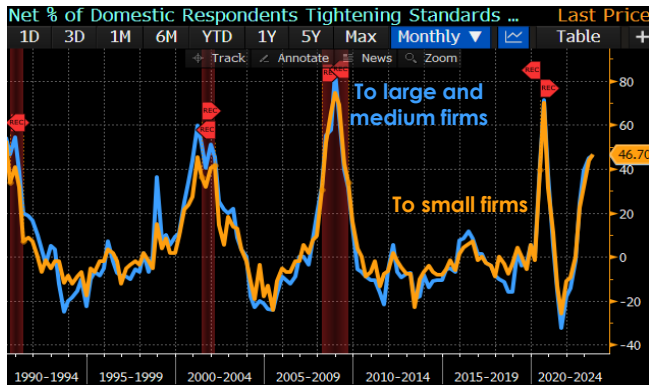
- **La Fed ha finalmente aperto la porta alla possibilità che il ciclo di rialzi dei tassi (il più rapido e deciso degli ultimi dieci anni) sia terminato.**
- **Tuttavia, ci sono sempre più segnali che indicano che nei prossimi mesi un rallentamento o una vera e propria recessione potrebbe materializzarsi.**
- **A pesare sulle prospettive sono: la crisi bancaria in corso, il calo dei consumi discrezionali della fascia benestante dei consumatori Usa, l'aumento delle richieste di sussidi per la disoccupazione e il rischio di una chiusura del governo.**

Come previsto, la Federal Reserve ha modificato la propria posizione durante la riunione del FOMC di inizio mese, eliminando dal comunicato la frase che indicava l'opportunità di un ulteriore inasprimento delle politiche. Come ha dichiarato Powell durante la conferenza stampa, «non dichiariamo più le nostre previsioni per ulteriori rialzi dei tassi, le nostre decisioni saranno quindi guidate dai dati disponibili, riunione per riunione».

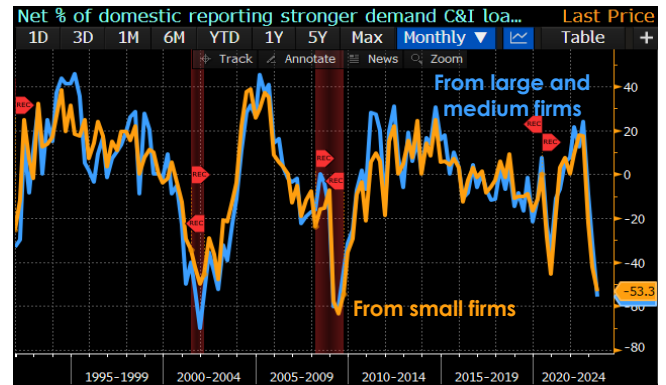
Powell ha cercato di trovare un delicato equilibrio tra il monito che potrebbero esserci ulteriori rialzi se l'inflazione non si allineasse alle aspettative, lasciando la porta aperta alla possibilità di mantenere lo status quo, o di abbassare i tassi. Quest'ultima opzione è la meno probabile, ma basando la politica monetaria sulla valutazione dei dati in arrivo di riunione in riunione, non si può escludere categoricamente che un taglio dei tassi possa essere possibile.

Tuttavia, lo scenario prevalente rimane quello di un mantenimento dei tassi al livello attuale per un periodo prolungato. Powell ha infatti affermato che un rialzo di 500 punti base in 14 mesi, unito alle aspettative di inflazione a un anno che rimangono al 3%, implica che i tassi reali si attestano al 2%, che è «significativamente al di sopra di quello che la maggior parte delle persone [...] valuterebbe come il tasso neutrale. Quindi la politica è restrittiva». Ha aggiunto che bisogna considerare che l'inasprimento degli standard di prestito da parte delle banche e il QT in corso stanno contribuendo a rendere le condizioni monetarie ancora più rigide. Per usare le parole di Powell, «stiamo cercando di raggiungere - e di mantenere per un periodo prolungato - un orientamento politico sufficientemente restrittivo da portare, col tempo, l'inflazione al 2%».

(continua)



Fonte: Bloomberg, SLOOS



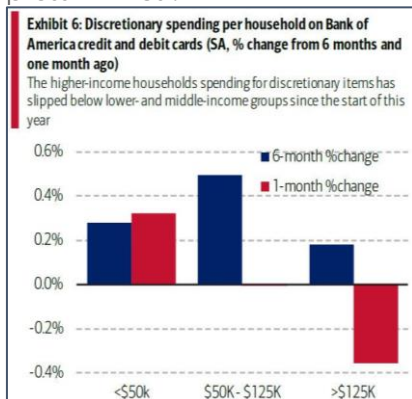
Fonte: Bloomberg, SLOOS

Questa modifica della politica della Fed è più che appropriata, considerando il rischio sempre più concreto di incorrere in una recessione nei prossimi mesi.

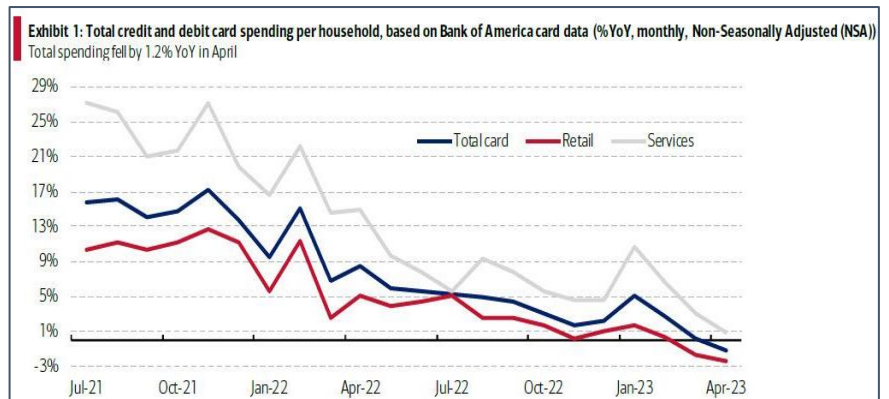
Partendo dai fattori citati dallo stesso Powell, il Senior Loan Officer Opinion Survey (SLOOS) per il primo trimestre del 2023, che risente solo in parte dei fallimenti di Silvergate Bank e Silicon Valley Bank, conferma che sia l'inasprimento degli standard di credito per le imprese che il crollo della domanda di nuovi prestiti da parte delle imprese erano tendenze già in atto prima che la crisi bancaria colpisse a marzo. Ogni volta che in passato si sono verificate dinamiche di questo tipo, è solitamente seguita una recessione (indicata dall'area rossa del grafico qui sopra). Realisticamente, la crisi bancaria in corso dovrebbe portare a un ulteriore deterioramento di entrambi i fattori nei prossimi mesi, aumentando così il rischio di recessione.

Un altro fattore di rischio è la resistenza dei consumatori. Abbiamo già discusso in precedenza come l'eccesso di risparmio dovuto allo stimolo fiscale 2020-2021 dovrebbe esaurirsi entro la metà del 2023, erodendo così la capacità di spesa. Questo fenomeno sembra essere già in atto almeno per le famiglie con i redditi più alti (>125k\$), che sono anche quelle con la maggiore elasticità nei consumi, in particolare quelli discrezionali. Anche i numerosi licenziamenti annunciati dalle aziende tecnologiche negli ultimi mesi potrebbero contribuire a questo calo della spesa per le fasce di reddito più alte, dato che i dipendenti delle aziende tecnologiche tendono a percepire stipendi superiori alla media. D'altra parte, i consumi sembrano essere relativamente più stabili per le famiglie a basso reddito, come ci si aspettava dal momento che l'elasticità della spesa tende ad essere più bassa al diminuire del reddito.

Indicazioni simili si possono ottenere osservando i dati relativi alle carte di credito e di debito di Bank of America (BofA) pubblicati dalla stessa BofA. La variazione annuale della spesa è entrata in territorio negativo nell'aprile 2023, nonostante si tratti di dati nominali e non reali (corretti per l'inflazione). Le dinamiche osservate dalle carte di credito di BofA non riflettono necessariamente la media dei consumatori statunitensi. Tuttavia, è importante notare che i dati del PIL sono calcolati su base reale (al netto dell'inflazione) e non su base nominale. Tenendo conto di ciò, queste indicazioni rafforzano ulteriormente l'ipotesi che non si possa escludere un rallentamento o una contrazione dell'economia per i prossimi mesi.

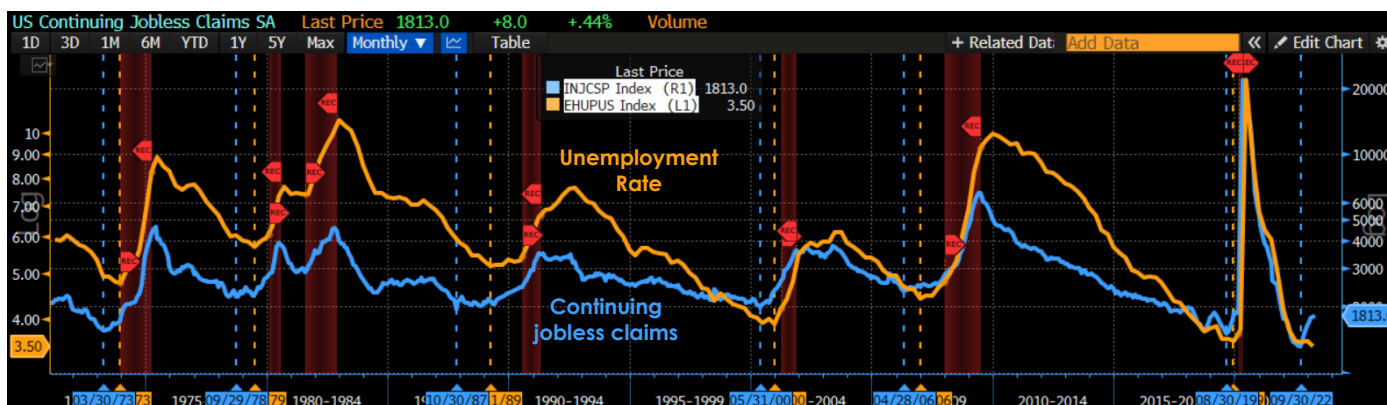


Fonte: Bank of America



Fonte: Bank of America

(continua)



Fonte: Bloomberg

Diamo ora uno sguardo al mercato del lavoro. Di solito leggiamo che i dati sull'occupazione negli Stati Uniti rimangono notevolmente solidi, nonostante i significativi licenziamenti annunciati dalle aziende tecnologiche. Il tasso di disoccupazione è al livello più basso dal 1969. Tuttavia, il tasso di disoccupazione è normalmente un indicatore tardivo di recessione, ovvero inizia a salire quando la recessione è quasi in corso.

Un indicatore più tempestivo per segnalare il rischio di recessione è il numero di richieste continuative di sussidi. Come mostrato nel grafico qui sopra, le richieste di sussidi tendono a diminuire costantemente tra la fine di una recessione e l'inizio della successiva. È evidente dal grafico che le richieste di sussidi toccano il fondo alcuni mesi prima (di solito 8-12 mesi prima) rispetto al tasso di disoccupazione. Da questo punto di vista, quindi, le richieste di sussidio sono un indicatore «anticipatore» e il tasso di disoccupazione un indicatore «ritardatario».

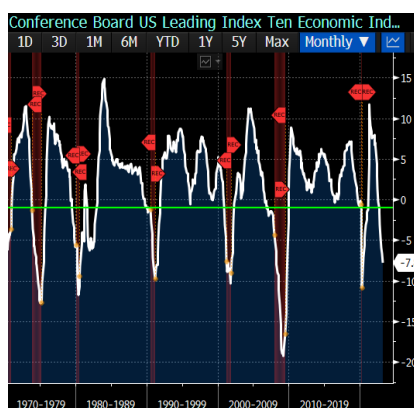
Come è evidente dagli eventi passati (1987, 2006), il fatto che le continue richieste di disoccupazione raggiungano il minimo è una condizione necessaria ma non sufficiente perché una recessione si materializzi poco dopo. L'inizio di un considerevole aumento dal minimo delle richieste continue di sussidi è la condizione necessaria perché si verifichi una recessione, come sembra stia accadendo oggi. Il tasso di disoccupazione, in calo, non è ancora riuscito a cogliere questa dinamica.

Quanto discusso finora rafforza le indicazioni di altre metriche che in passato sono sempre state in grado di prevedere con precisione e affidabilità al 100% una recessione: l'inversione della curva tra i 2 e i 10 anni (indicazioni simili si ottengono anche dall'inversione della curva tra i 3 mesi e i 10 anni, che oggi si attesta al minimo storico di -181 bps) e una variazione anno su anno dei 10 indicatori economici anticipatori inferiore a -1% (oggi a -7,8%).

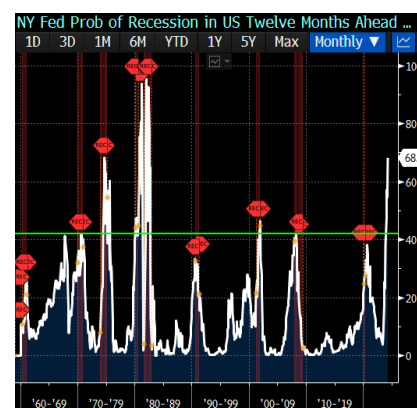
Aggiungiamo alla lista anche la probabilità di recessione per i prossimi 12 mesi, calcolata dalla Federal Reserve di New York. Ogni lettura superiore al 42% è sempre stata seguita da una recessione.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg



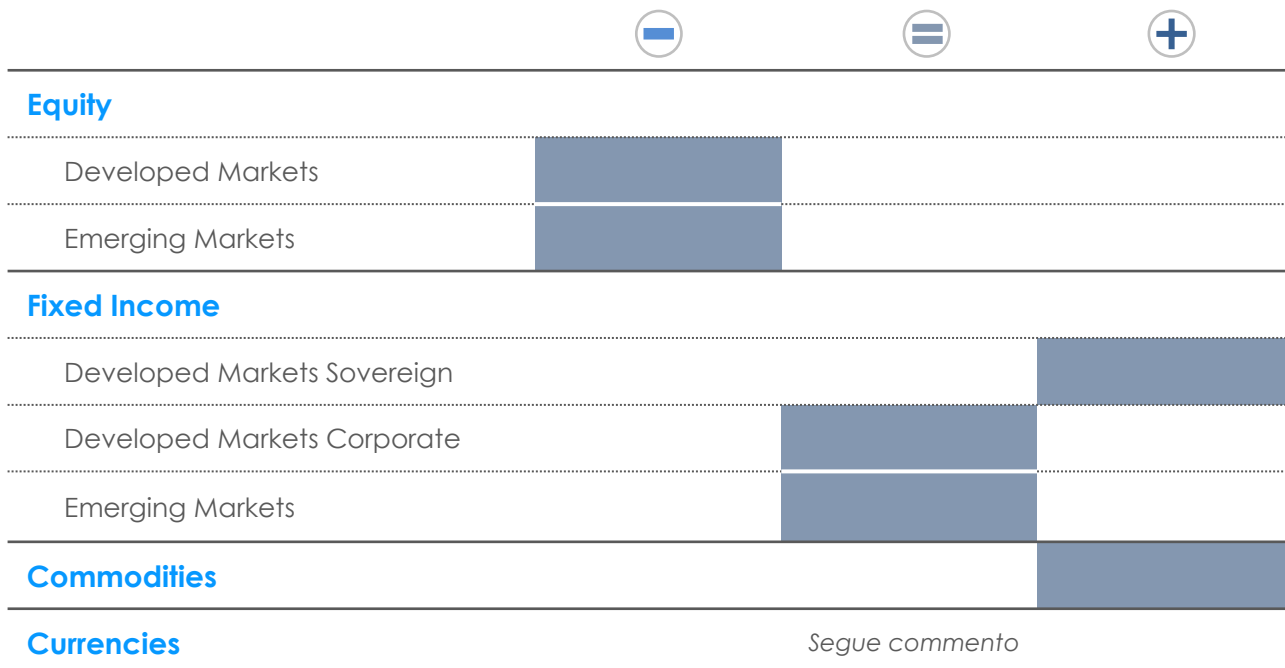
Fonte: Bloomberg

(continua)

A complicare ulteriormente le cose c'è la questione del tetto del debito. Non ci soffermeremo su ciò che potrebbe accadere nell'eventualità, molto remota, di un default sovrano degli Stati Uniti. Vogliamo ipotizzare, almeno per il momento, che il tetto del debito sarà innalzato senza innescare un default (anche a costo di invocare il 14° emendamento da parte di Biden).

Ciò che potrebbe accadere con una probabilità molto più alta è che ci troveremo di fronte a un altro shutdown del governo. Ricordiamo che durante uno shutdown governativo, le operazioni governative non essenziali rimangono chiuse e i dipendenti statali vengono licenziati. Durante questo periodo, i dipendenti statali non ricevono alcuno stipendio. Tuttavia, non si tratta di una perdita permanente, ma solo di un rinvio temporaneo, poiché non appena il tetto del debito viene innalzato e il governo torna ad essere finanziato, gli stipendi vengono restituiti per intero. Ciononostante, è ragionevole aspettarsi che se si verificasse una chiusura del governo, i consumi ne risentirebbero e questa potrebbe diventare la classica goccia che fa traboccare il vaso.

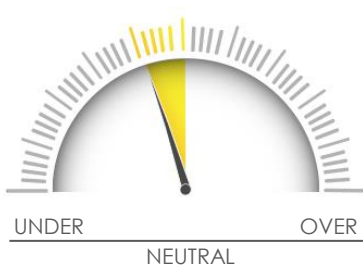
Asset Allocation View



⊖ UNDER ⊞ NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



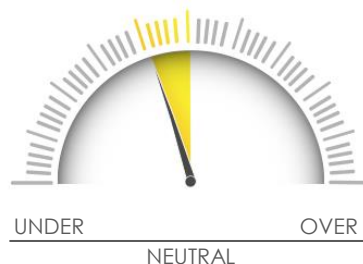
View mantenuta in **leggero sottopeso**. Da un lato, dopo che la Fed ha confermato che il ciclo di rialzi è probabilmente terminato, c'è spazio per un'ulteriore modesta impennata delle quotazioni azionarie. D'altro canto, come accennato nel prologo, le valutazioni rimangono elevate e la probabilità di recessione è in aumento. Pertanto, continuiamo a ritenere che nel medio termine occorra mantenere un approccio prudente.

US ⊞

Europe ⊞

Japan ⊕

Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. I mercati emergenti continuano a scambiare a multipli molto più bassi rispetto ai Paesi sviluppati e potrebbero beneficiare della fine del ciclo di rialzo dei tassi della Fed, ma sono anche più sensibili a un potenziale rallentamento globale o a una vera e propria recessione. Abbiamo declassato la regione Asia ex-Giappone a neutrale, alla luce dei numeri economici molto più deboli del previsto emersi dalla Cina, che segnalano che la tanto attesa ripresa dopo la fine del blocco non sta avendo trazione.

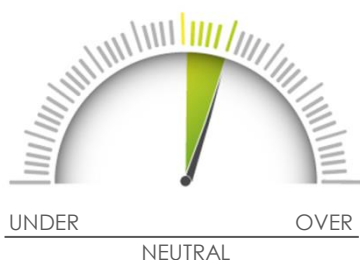
Asia ex-Japan ⊞

EEMEA ⊖

LATAM ⊞

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La Federal Reserve non si è più impegnata ad aumentare ulteriormente i tassi, prendendo tempo per valutare gli effetti combinati sull'economia dell'aumento dei tassi e del continuo inasprimento degli standard di credito da parte delle banche commerciali. Di conseguenza, la politica monetaria non dovrebbe più rappresentare un vento contrario per i titoli del Tesoro, ma potrebbe esserci ancora un po' di volatilità se l'impasse sul tetto del debito degli Stati Uniti non verrà risolto in modo tempestivo. Solo la BCE si è impegnata a continuare ad alzare i tassi almeno per qualche altra riunione, quindi ci sono ancora dei pericoli che espongono le obbligazioni dell'UE a rischi di ribasso.

EU Core



EU Periphery



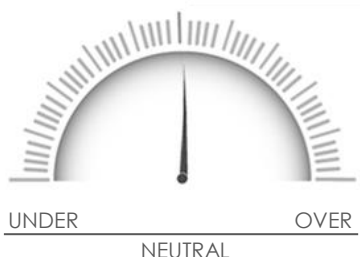
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta **neutrale**, in quanto la fine del ciclo escursionistico statunitense elimina in larga misura il rischio di duration. Rimaniamo leggermente più cauti sulle obbligazioni societarie rispetto ai titoli sovrani, a causa degli spread che rimangono piuttosto ristretti alla luce dei crescenti rischi di rallentamento o recessione, anche se vediamo alcune possibilità nelle obbligazioni subordinate o ibride. Continuiamo a ritenere che le obbligazioni societarie high yield presentino le prospettive di rischio/rendimento più sfavorevoli.

IG Europe



IG US



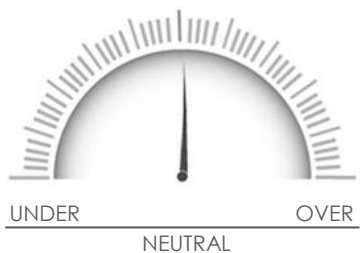
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. La probabile fine del ciclo di rialzo dei tassi della Fed e il significativo ampliamento degli spread negli ultimi mesi dovrebbero compensare il crescente rischio di recessione a livello globale.

Local Currency



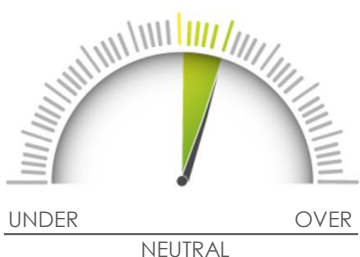
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Oltre a rappresentare un bene rifugio in tempi di forti tensioni geopolitiche, i metalli preziosi potrebbero essere sostenuti dalla questione del tetto del debito, dalla crisi bancaria in corso e dalla fine del ciclo di rialzo dei tassi della Fed. Siamo invece più ribassisti sulle materie prime non preziose, poiché l'aumento del rischio di un rallentamento o di una recessione globale potrebbe pesare sui prezzi delle materie prime. Solo le materie prime energetiche potrebbero beneficiare dei potenziali nuovi tagli alla produzione da parte dell'OPEC, che sembra puntare a mantenere i prezzi del petrolio non lontani dagli 80-90 dollari al barile.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale**. La riunione della Federal Reserve si è conclusa in linea con le aspettative del mercato. Solo l'apparente intenzione della Fed di smontare le speranze di un'imminente serie di tagli dei tassi sembra aver dato al dollaro la forza di compiere la modesta rimonta degli ultimi giorni, ma la nostra previsione è che il biglietto verde possa rimanere in range.

Euro: view mantenuta **neutrale**, in quanto anche la BCE non si è discostata dalle aspettative del mercato. Il rally dell'euro negli ultimi mesi potrebbe lasciare la valuta esposta al rischio di un ritracciamento a breve termine, come quello avvenuto nelle ultime due settimane.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale** con un bias ribassista in considerazione dei dati economici e sull'inflazione cinesi molto più deboli del previsto, che suggeriscono la necessità di un allentamento monetario per sostenere l'economia.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale**, ma siamo più costruttivi sulle valute dell'America Latina, che potrebbero beneficiare di tassi reali tra i più alti al 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.