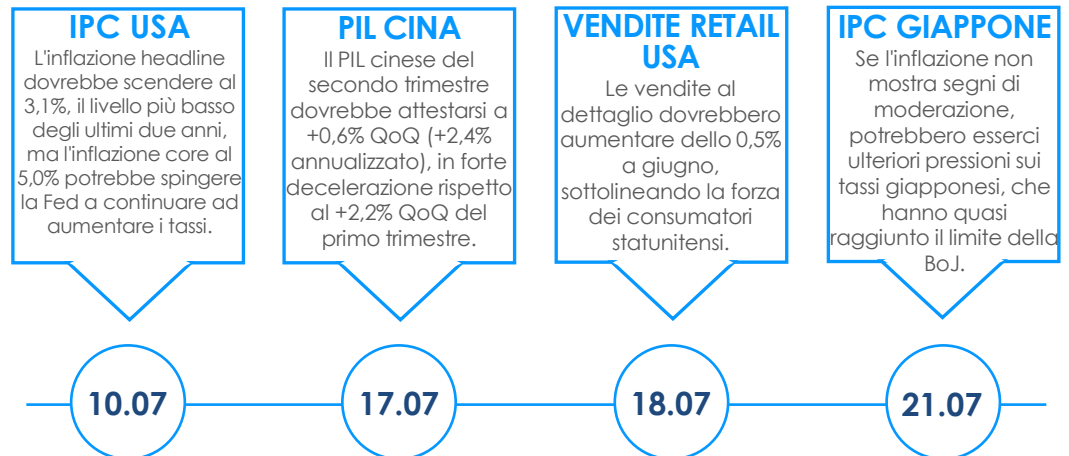


Principali eventi

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



LE AZIONI SFIDANO LE OBBLIGAZIONI

- **L'aumento dei tassi di interesse si è ulteriormente intensificato dopo che le banche centrali hanno promesso politiche monetarie più restrittive nelle loro riunioni di giugno.**
- **Negli ultimi giorni i tassi a lungo termine hanno registrato il rialzo più significativo, facendo allontanare le curve dei rendimenti dal livello di inversione quasi record.**
- **Nonostante il diffuso rialzo dei tassi di mercato, i mercati azionari hanno mostrato scarsa preoccupazione, creando una situazione in cui i titoli azionari appaiono relativamente meno interessanti nel medio termine.**

Dopo aver annunciato l'intenzione di perseguire politiche monetarie sempre più restrittive nelle riunioni di giugno (come discusso nel precedente report), le banche centrali hanno rafforzato la loro posizione durante il forum tenutosi a Sintra, in Portogallo, che è considerato il secondo incontro più importante dopo la riunione delle banche centrali a Jackson Hole, prevista per agosto.

Durante questo evento, Powell ha persino accennato alla possibilità di attuare il previsto aumento di 50 punti base per la fine del 2023, attraverso due rialzi consecutivi a luglio e settembre.

La credibilità di questa minaccia è stata ulteriormente sostenuta dalla tenuta dei dati macroeconomici negli Stati Uniti. Nonostante alcuni abbiano interpretato i dati sulle buste paga di venerdì scorso come relativamente deboli a causa di un numero di nuovi assunti inferiore alle attese, i salari orari medi sono aumentati più del previsto e il tasso di disoccupazione è sceso dello 0,1%. Tre governatori della Fed hanno sottolineato la necessità di continuare ad aumentare i tassi di interesse.

Come conseguenza, il mercato non ha potuto far altro che prenderne atto. Le aspettative del mercato per i tassi di interesse a un anno da oggi (giugno 2024) sono aumentate di circa 180 punti base in soli due mesi, invertendo completamente il calo osservato dopo il fallimento di SVB a marzo e raggiungendo nuovi massimi leggermente superiori al 5%.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

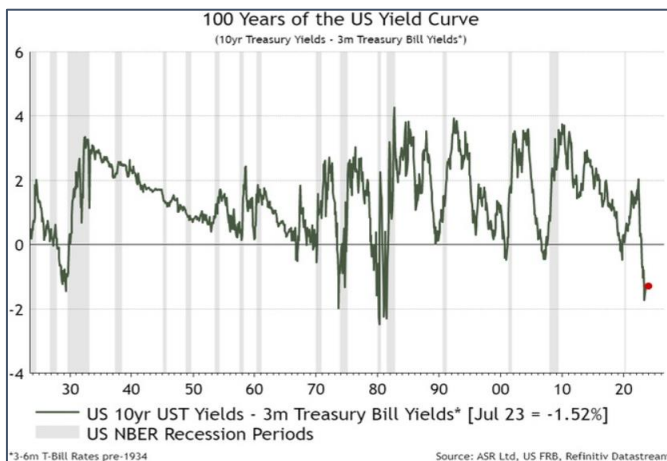
Tuttavia, questa volta anche le estremità più lunghe delle curve dei rendimenti hanno registrato un rialzo. Il rendimento del decennale statunitense è tornato a superare il 4%, per la prima volta da marzo, rompendo la linea di tendenza al ribasso in atto dall'ottobre 2022, accelerando ulteriormente la traiettoria verso l'alto.

In seguito all'aumento dei tassi a lungo termine, la curva dei rendimenti statunitensi è leggermente meno invertita rispetto alle settimane precedenti, quando l'inversione si era avvicinata a livelli record. In questo caso particolare, l'inasprimento della curva non si sta verificando, almeno per ora, per i motivi tipici che portano le curve ad allontanarsi dal loro punto di massima inversione.

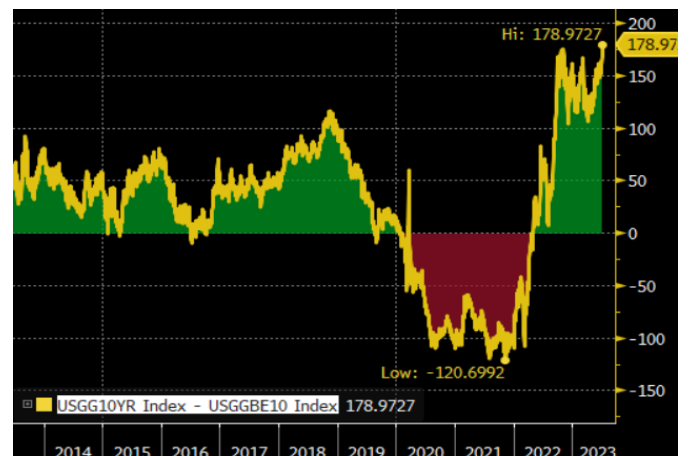
Normalmente, la curva si fa più ripida in previsione di un'imminente recessione, poiché le banche centrali tendono a ridurre i tassi in tali situazioni. Ne consegue una flessione delle estremità corte, più sensibili ai tassi ufficiali, ed un aumento delle estremità lunghe, che iniziano a riflettere l'aspettativa di ripresa economica e un potenziale aumento dell'inflazione.

Attualmente, non stiamo osservando queste «classiche» condizioni. Al contrario, le banche centrali sono impegnate in ulteriori rialzi dei tassi. Data l'inversione quasi record già esistente, l'annuncio di ulteriori aumenti dei tassi e la prospettiva di mantenere i tassi elevati per un periodo prolungato hanno costretto i tassi a lungo termine a salire. Questa situazione solleva preoccupazioni per le classi di attività rischiose, in quanto teoricamente più il tasso privo di rischio è alto, più le altre attività rischiose dovrebbero correggere. Tuttavia, è anche vero che i tassi a lungo termine stanno aumentando perché non ci sono ancora segnali concreti di rallentamento, il che indica una minore preoccupazione per la crescita economica.

Inoltre, nonostante le aspettative di inflazione (misurate dai tassi di breakeven) siano rimaste sostanzialmente invariate negli ultimi due mesi, l'aumento dei tassi nominali ha spinto i tassi reali (misurati come differenza tra i tassi nominali e quelli di breakeven) al livello più alto degli ultimi dieci anni.



Fonte: ASR Ltd, US FRB, Refinitiv Datastream



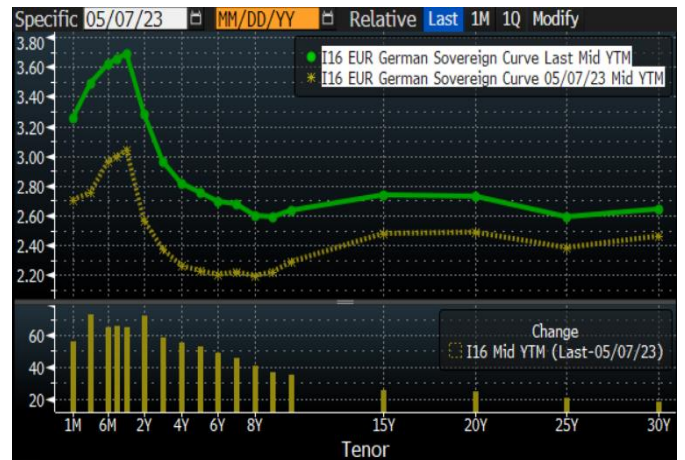
Fonte: Bloomberg

(continua)



Fonte: Bloomberg

Negli ultimi due mesi le curve dei rendimenti hanno registrato movimenti al rialzo non solo negli Stati Uniti ma anche in altri Paesi sviluppati. Il movimento più significativo è stato osservato nel Regno Unito, dove l'inflazione si è dimostrata più resistente e più alta rispetto ad altri Paesi, forse a causa degli effetti in corso della Brexit.

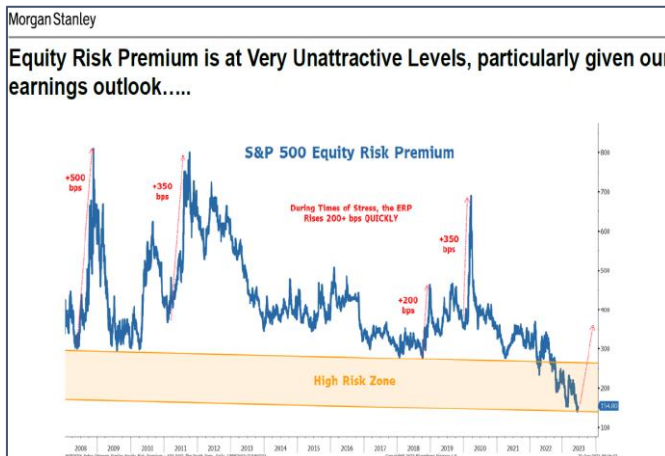


Fonte: Bloomberg

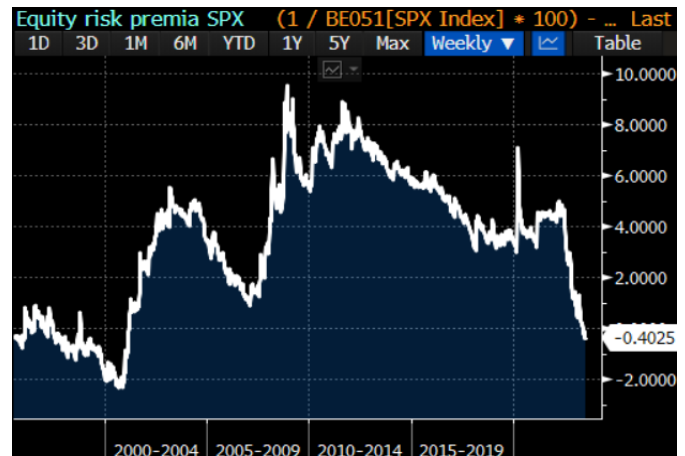
Nell'Unione Europea, l'aumento è stato meno pronunciato, soprattutto perché la Banca Centrale Europea (BCE) è l'unica banca centrale che non ha annunciato di recente una misura più restrittiva. Vale la pena notare che la BCE ha iniziato ad alzare i tassi più tardi rispetto alle altre banche centrali e già alla fine dello scorso anno si era impegnata a continuare a farlo fino all'estate. Di conseguenza, mentre altre banche centrali hanno assunto un atteggiamento più restrittivo, promettendo o già attuando rialzi dei tassi, l'impegno della BCE ad aumentare i tassi fino all'estate non è una novità. Inoltre, anche i dati macroeconomici più deboli del previsto hanno contribuito al limitato aumento della curva dei rendimenti nell'Eurozona.

Nonostante l'andamento dei tassi privi di rischio, ciò che sorprende è il completo disinteresse mostrato dal mercato azionario. In teoria, come osservato nel 2022, nel 2018 e durante gli anni '70 e '80, un aumento sostenuto dei tassi di interesse porta tipicamente a un calo del mercato azionario per mantenere il premio per il rischio azionario ad un livello adeguato (in media stimato tra il 3% e il 4%). Utilizzando il modello proprietario di Morgan Stanley (grafico in basso a sinistra) o il differenziale tra il rendimento atteso degli utili dell'S&P 500 e dei T-Bills a 3 mesi (grafico in basso a destra), le indicazioni appaiono simili: ai livelli attuali, le azioni non sembrano particolarmente attraenti.

Ancora più sorprendente, tuttavia, è il comportamento del mercato azionario stesso. È noto che i cosiddetti titoli growth sono in genere i più sensibili (e inversamente correlati) ai movimenti dei tassi d'interesse, mentre i cosiddetti titoli value sono spesso più resistenti o possono addirittura trarre vantaggio da un contesto di tassi in aumento.



Fonte: Morgan Stanley

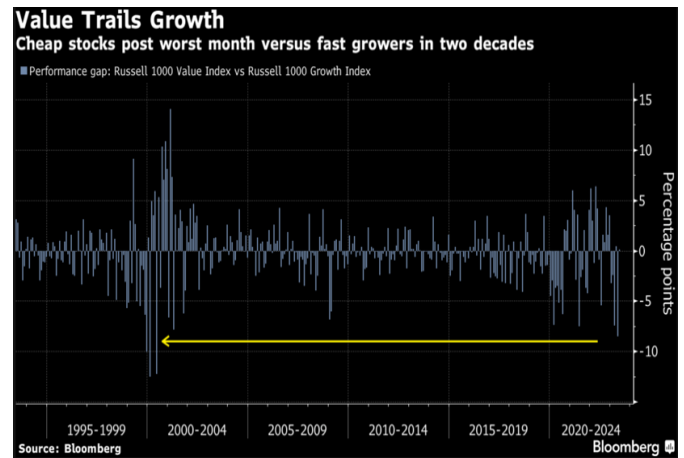


Fonte: Bloomberg

(continua)



Fonte: Bloomberg

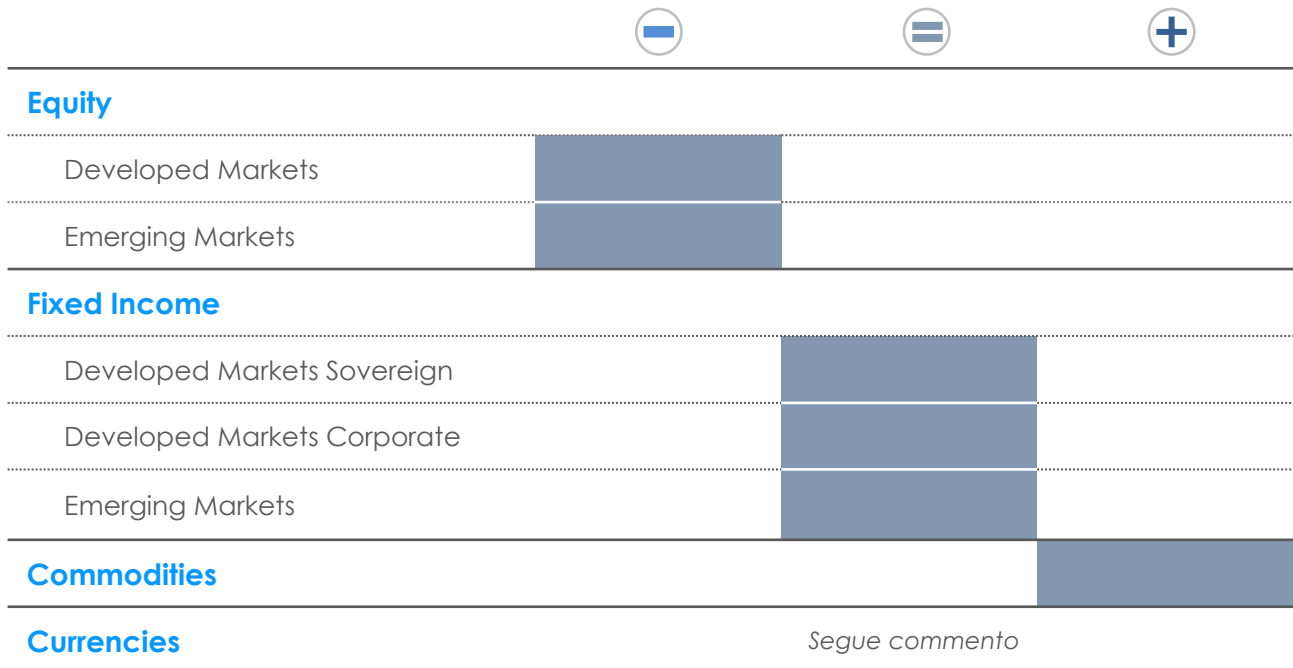


Fonte: Bloomberg

Dall'inizio dell'anno si sta verificando la tendenza opposta. Il divario tra il P/E del Nasdaq (calcolato in base agli utili previsti per i prossimi 12 mesi, che si prevede aumenteranno di oltre il 20% rispetto al valore attuale) ed i tassi di interesse reali (rappresentati in bianco sulla scala invertita nel grafico in alto, a sinistra) si è costantemente ampliato. Sembra che la correlazione tra crescita e tassi di interesse abbia improvvisamente cessato di esistere. Inoltre, contrariamente alle aspettative, negli ultimi mesi abbiamo assistito alla più forte sopra-performance dei titoli growth rispetto ai titoli value, che ricorda la bolla internet del 2000.

Considerando che i titoli growth detengono la maggiore ponderazione negli indici azionari globali, la recente dinamica dei tassi d'interesse e le valutazioni sempre più elevate implicano che sarebbe prudente esercitare cautela in una prospettiva di medio termine. Tuttavia, alcuni fattori possono ancora fornire un sostegno a breve termine: il momentum positivo, i sostenuti flussi di denaro soprattutto da parte degli investitori retail e la potenziale reazione positiva del mercato azionario, se l'inflazione statunitense dovesse risultare più bassa del previsto, piuttosto che sorprese positive sugli utili nella prossima stagione dei bilanci.

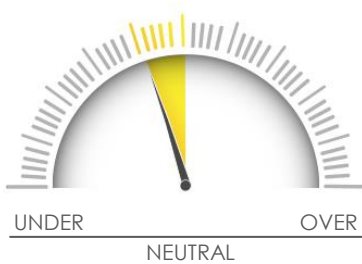
Asset Allocation View



⊖ UNDER ⊞ NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



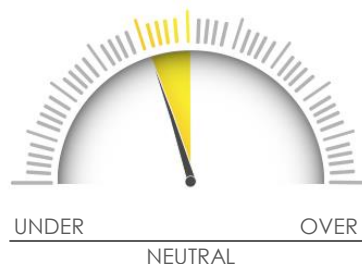
View mantenuta in **leggero sottopeso**. Le valutazioni sempre più elevate, unitamente all'aumento dei tassi d'interesse nominali e reali, al drenaggio della liquidità e alle banche centrali orientate verso politiche hawkish, rendono le prospettive dei titoli azionari sempre meno favorevoli. Tra i fattori di supporto, le aspettative degli analisti per la prossima stagione dei bilanci sono particolarmente contenute, con una previsione di calo degli utili del 7% su base annua, che potrebbe essere potenzialmente superata. In termini di aree geografiche, manteniamo la nostra preferenza per il Giappone, mentre manteniamo una certa cautela nei confronti dell'Europa a causa dei molteplici segnali di rallentamento in corso.

US ⊞

Europe ⊖

Japan ⊕

Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. A differenza degli ultimi due anni, in cui l'evoluzione delle tensioni geopolitiche tra Cina e Stati Uniti ha portato a fasi di sotto-performance o sovra-performance della Cina, le recenti visite di Blinken e Yellen, volte a riparare le relazioni tra le due superpotenze, non hanno generato un rimbalzo dei mercati cinesi. Anche la conclusione dell'indagine sui giganti tecnologici cinesi, che ha portato a multe accettabili, non è riuscita ad innescare una ripresa di questi titoli, nonostante il potenziale di un futuro più roseo per queste aziende. Di conseguenza, manteniamo una posizione cauta sulla Cina, favorendo invece l'America Latina e l'India.

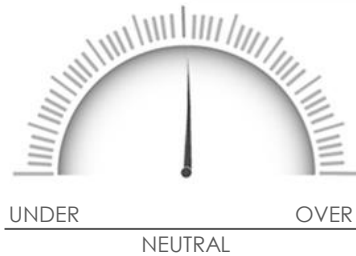
Asia ex-Japan ⊞

EEMEA ⊖

LATAM ⊕

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Le banche centrali, in particolare la Fed, hanno continuato a sottolineare la necessità di un'ulteriore stretta monetaria per riportare l'inflazione sotto controllo. Di conseguenza, la maggior parte delle curve dei mercati sviluppati si è spostata verso l'alto nelle ultime due settimane, con le estremità lunghe che sono aumentate più di quelle corte, riducendo così in qualche modo la forte inversione delle curve che abbiamo evidenziato come rischio potenziale nel nostro precedente report. Nell'ambito delle obbligazioni sovrane, continuiamo a preferire la parte molto breve delle curve (fino a 6-9 mesi), in attesa di un migliore punto di ingresso nella parte lunga.

EU Core



EU Periphery



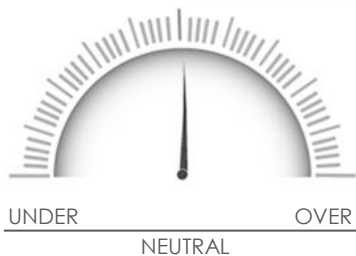
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta **neutrale**. La scorsa settimana abbiamo evidenziato che, mentre la probabilità di ulteriori rialzi dei tassi da parte delle banche centrali potrebbe esercitare una pressione al ribasso sull'asset class, l'assenza di indicatori di recessione potrebbe portare a un leggero restringimento degli spread, potenzialmente in grado di compensare qualsiasi aumento dei tassi privi di rischio. Questo scenario si è effettivamente concretizzato e potrebbe persistere nel breve periodo. A nostro avviso, le obbligazioni societarie ad alto rendimento presentano un profilo rischio/rendimento relativamente sfavorevole.

IG Europe



IG US



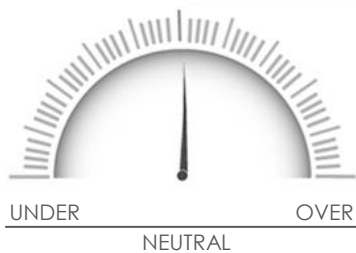
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Le ragioni a sostegno della raccomandazione sono le stesse riportate per i mercati sviluppati.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. L'atteggiamento sempre più hawkish delle banche centrali, unito all'aumento dei tassi nominali e reali a nuovi massimi, potrebbe diminuire l'attrattiva a breve termine dei metalli preziosi, nonostante il loro potenziale di copertura dai rischi geopolitici. Per quanto riguarda le altre materie prime, manteniamo una visione più cauta, poiché i segnali di rallentamento stanno diventando evidenti al di fuori degli Stati Uniti.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale**. In attesa del dato sull'IPC nel corso della settimana, il differenziale di tasso tra il dollaro USA e l'euro suggerisce che le due valute sono entrambe quotate a prezzi equi.

Euro: view mantenuta **neutrale**, per lo stesso motivo segnalato per il dollaro americano, ma l'evidenza di un possibile rallentamento economico più pronunciato del previsto potrebbe essere un freno per la moneta comune europea.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale con un bias ribassista** in considerazione dei dati economici cinesi molto più deboli del previsto e della mancanza di una risposta adeguata da parte del governo o della banca centrale cinese.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale** sulla maggior parte delle valute emergenti. Tuttavia, siamo più costruttivi sulle valute dell'America Latina che potrebbero beneficiare di alcuni dei tassi di interessi reali più alti del 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. 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.