

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



Dipendenti dai dati

- **La Banca del Giappone ha alzato il tetto dei tassi decennali all'1%, una mossa che potrebbe far presagire una normalizzazione dei tassi d'interesse giapponesi in un futuro non troppo lontano;**
- **La BCE e la Fed si sono lasciate entrambe l'opzione di alzare o lasciare invariati i tassi a settembre, dichiarando che la decisione dipenderà dai dati;**
- **Sebbene sia possibile che il ciclo d'inasprimento in Europa sia già terminato, la dinamica attesa dell'inflazione statunitense potrebbe invece suggerire che ulteriori rialzi dei tassi da parte della Fed siano ancora possibili.**

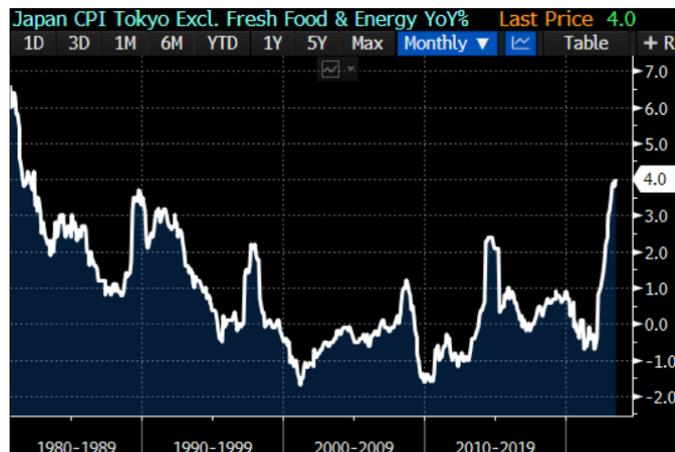
Nell'ultimo round di riunioni delle banche centrali, è stata la Banca del Giappone ad aggiudicarsi il titolo di quella che ha sorpreso maggiormente i mercati.

Contrariamente alle aspettative del mercato, che prevedevano una mossa non prima di settembre, la banca centrale giapponese ha alzato il tetto dei tassi a 10 anni dallo 0,5% all'1% per la seconda volta dal dicembre 2022.

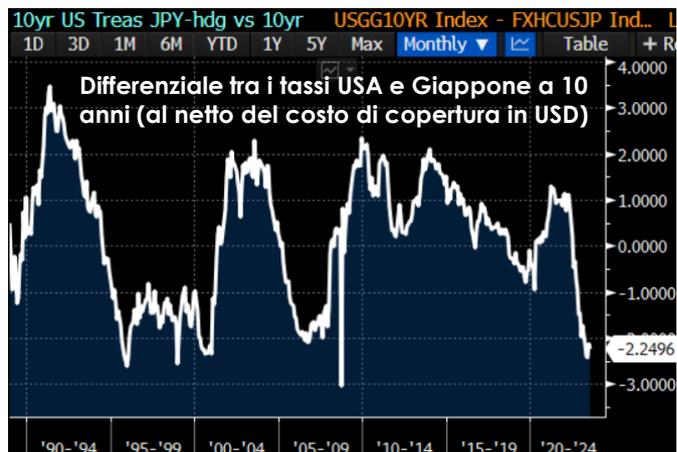
Ampliando la banda di oscillazione consentita fino all'1%, l'obiettivo politico ufficiale della BoJ di mantenere i tassi a 10 anni vicini allo zero viene di fatto invalidato. La decisione va vista come il primo passo necessario prima di una vera normalizzazione della politica monetaria in Giappone: non sarebbe possibile aumentare i tassi di policy, ad oggi ancora a -0,1%, senza prima dare ai tassi di interesse a lungo termine la libertà di allontanarsi dallo zero.

La ragione di questa mossa risiede probabilmente nelle dinamiche dell'inflazione, che sembrano suggerire che **anche in Giappone l'inflazione è stata bollata con troppa leggerezza come transitoria**. L'inflazione di base di Tokyo, tipicamente considerata come leader dell'inflazione nazionale, ha raggiunto il 4,0%, il livello più alto degli ultimi 40 anni. Forse è stata questa dinamica a mettere sotto pressione il nuovo governatore Ueda, accelerando i passi necessari per normalizzare i tassi in Giappone.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Tuttavia, come spesso accade, i cambiamenti in Giappone vengono attuati senza problemi. Per evitare un aumento immediato dei tassi di mercato verso il nuovo tetto dell'1%, la BoJ ha annunciato che avrebbe effettuato operazioni di mercato aperto in caso di aumento troppo rapido dei tassi di interesse, cosa che ha fatto esattamente il giorno successivo all'ultima riunione.

Quale potrebbe però essere l'impatto sui mercati di un'eventuale normalizzazione della politica monetaria in Giappone? Il Giappone è uno dei maggiori detentori di titoli di Stato statunitensi al mondo. Considerando che il costo della copertura dello yen rispetto al dollaro è di circa il 5,5% (il differenziale tra i tassi di policy) e che la curva statunitense è invertita mentre **quella giapponese è attualmente l'unica curva inclinata positivamente tra i mercati sviluppati**, per un investitore giapponese acquistare un Treasury statunitense coperto da JPY «rende» circa il -1,6% (3,9% del tasso del Treasury decennale meno il costo di copertura del 5,5%).

Questo -1,6%, rispetto al rendimento del decennale giapponese oggi pari allo 0,6%, significa che per un investitore giapponese l'acquisto di Treasury statunitensi con copertura in JPY rende il 2,2% in meno rispetto all'acquisto di titoli di Stato nazionali. Pertanto, per un investitore giapponese è sempre più costoso detenere Treasury statunitensi con copertura in JPY, il che dovrebbe incentivare la vendita di titoli di Stato statunitensi e l'acquisto di quelli nazionali.

L'unico modo per un investitore giapponese per cui potrebbe essere ancora conveniente detenere Treasury statunitensi è quello di farlo senza copertura valutaria. Tuttavia, questo funziona finché lo yen si deprezza, come è successo quest'anno (il dollaro ha guadagnato circa il 9% rispetto allo yen). Se però la decisione della BoJ di alzare il tetto dei tassi decennali all'1% dovesse effettivamente porre le basi per un aumento dei tassi di policy rispetto all'attuale -0,10%, **è probabile che lo yen possa salire rispetto alle altre principali valute**. In tal caso, l'investimento senza copertura in titoli di Stato statunitensi si trasformerebbe in una perdita considerevole per un investitore giapponese.

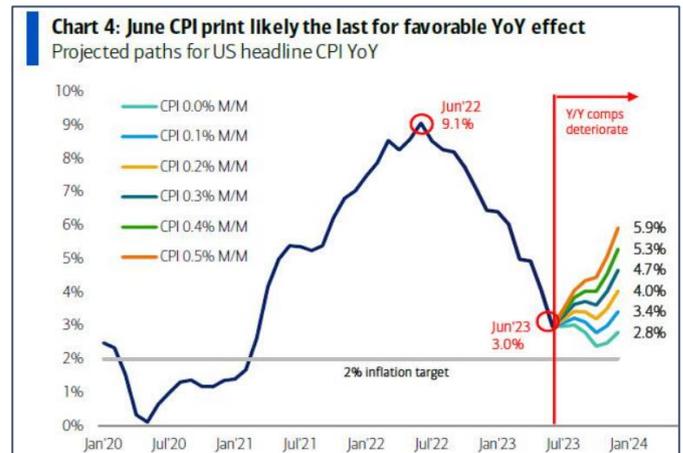
In breve, in caso di normalizzazione dei tassi d'interesse da parte della BoJ, l'investimento in Treasury statunitensi potrebbe rivelarsi una soluzione inefficiente per un investitore giapponese, sia con copertura che senza. Ciò incentiverebbe gli investitori giapponesi a ridurre l'esposizione ai Treasury statunitensi, il che a sua volta eserciterebbe una pressione al rialzo sui rendimenti USA, in particolare sulle estremità più lunghe delle curve.

Per quanto riguarda la BCE, non è emerso nulla di particolare durante la conferenza stampa. **La Lagarde ha ripetuto più volte che la BCE vuole «spezzare la schiena dell'inflazione»**, ma ha anche chiarito che un altro rialzo dei tassi a settembre è tutt'altro che scontato e che la BCE dipenderà dai dati per le sue future decisioni di politica monetaria. Questa svolta «dovish» si spiega sia con il fatto che parte della spinta disinflazionistica derivante dal calo dei prezzi dell'energia in Europa non si è ancora trasmessa ai prezzi al consumo, sia con i segnali sempre più evidenti di un rallentamento economico. Per fare un esempio: sebbene gli indicatori di fiducia siano da tempo inaffidabili nel segnalare un rallentamento che finora non si è materializzato, il calo dell'indice di fiducia del settore manifatturiero tedesco, non molto distante dai minimi del 2008 e del marzo 2020, è di tale entità che ignorarlo sarebbe forse pericoloso.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: BofA Research, BofA Global Investm. Strategy, Bloomberg

Powell non ha inoltre preso alcun impegno su ciò che la Fed farà a settembre, lasciando da prendere la decisione sulle future azioni della banca centrale statunitense in base dati in arrivo. Durante la conferenza, ha posto particolare enfasi sui dati relativi al mercato del lavoro e al CPI di luglio e agosto, che saranno resi noti prima della prossima riunione del FOMC.

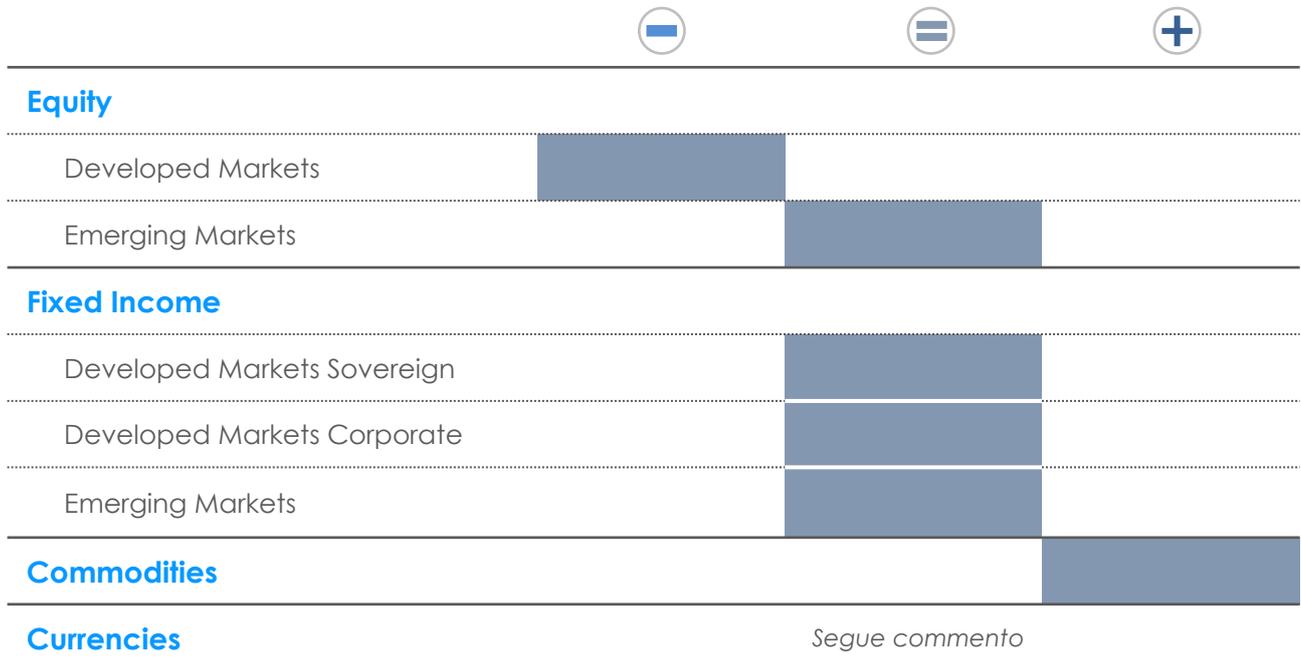
Per quanto riguarda il mercato del lavoro, le richieste di disoccupazione hanno ripreso la loro tendenza al ribasso nelle ultime settimane, suggerendo che non ci sono ancora segnali di attenuazione degli squilibri tra domanda e offerta di lavoro. Sembra quindi plausibile che i dati sulle buste paga che verranno pubblicati nel corso della settimana possano rivelarsi più forti delle aspettative di 200 mila nuovi posti di lavoro.

I dati più importanti saranno però quelli sull'inflazione, poiché è possibile che il dato complessivo possa ricominciare a salire da qui alla fine dell'anno. Come già detto nei precedenti report, la lettura del CPI anno su anno di giugno ha beneficiato della più forte spinta disinflazionistica della componente energetica del CPI, che ha raggiunto il picco nel giugno 2022. Come mostrato nel grafico in alto a destra, a meno che l'inflazione non rimanga invariata nei prossimi sei mesi (CPI 0,0% MoM), il tasso di inflazione di fine anno sarà superiore all'attuale 3,0%. Ipotizzando un aumento mensile dello 0,2% mensile, coerente con un'inflazione annualizzata del 2,5%, a fine anno potremmo vedere un'inflazione complessiva del 4,0%.

L'impennata dei prezzi delle materie prime nell'ultimo mese, intensificatasi dopo l'annuncio di misure di stimolo in Cina, potrebbe portare a una ripresa ancora più pronunciata dell'inflazione, anche se la componente core dell'inflazione dovrebbe diminuire nei prossimi mesi. Considerando quanto Powell abbia sottolineato in passato quanto sia cruciale non ripetere gli errori degli anni '70, quando l'inflazione fu considerata prematuramente sconfitta, se il CPI riprenderà a salire, è molto probabile che la Fed possa continuare ad aumentare i tassi a settembre.

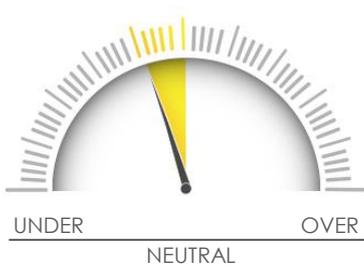
Data la compiacenza dimostrata finora dai mercati finanziari, questi potrebbero essere esposti al rischio di un ritracciamento se la Fed e la BoJ a settembre continueranno ad attuare politiche monetarie più restrittive. Prima di allora, **l'incontro annuale delle banche centrali a Jackson Hole a fine agosto potrebbe già fare luce sul probabile percorso futuro delle politiche monetarie.**

Asset Allocation View



Equity

Developed Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Da un lato, le valutazioni elevate, la condizione di ipercomprato, l'estremo «rialzismo» e la presenza di vulnerabilità, come tassi sempre più elevati, politiche monetarie restrittive e il rischio latente di un rallentamento, continuano a suggerire la necessità di cautela. D'altro canto, il forte slancio positivo, una stagione dei bilanci leggermente migliore del previsto (anche se con aspettative ridotte) e la tenuta delle economie, soprattutto negli Stati Uniti, potrebbero consentire un'ulteriore estensione dell'attuale trend rialzista nel breve termine. Nel lungo periodo, invece, sembra opportuna una maggiore cautela.

US



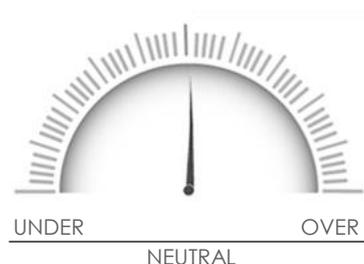
Europe



Japan



Emerging Markets



View portata a **neutrale**. Dopo l'annuncio di politiche più favorevoli all'economia durante la riunione del Politburo della scorsa settimana e la pubblicazione di dati macroeconomici più positivi, il mercato azionario cinese ha finalmente iniziato a rimbalzare. Date le valutazioni depresse, il sentiment estremamente negativo sul Paese e gli sviluppi positivi sul fronte geopolitico dopo le visite nelle ultime settimane di Blinken e Yellen, c'è spazio per il proseguimento del rally appena iniziato. Unitamente alle maggiori probabilità che il ciclo di inasprimento delle banche centrali si stia effettivamente concludendo, ciò potrebbe portare i mercati emergenti a sovraperformare.

Asia ex-Japan



EEMEA

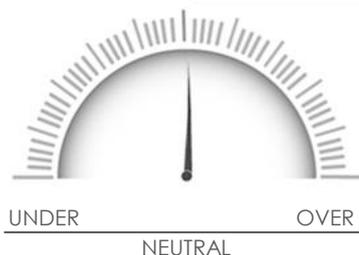


LATAM



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Nelle riunioni della scorsa settimana, la Fed e la BCE hanno condizionato i futuri rialzi all'andamento dell'inflazione e alla forza dell'economia, come argomentato nel prologo. Nel breve periodo, ciò potrebbe rendere i mercati obbligazionari più volatili a causa della maggiore reattività ai dati macroeconomici. Le estremità lunghe delle curve potrebbero essere ancora vulnerabili a ulteriori aumenti dei tassi in caso di dati macro più forti del previsto, di rimozione del tetto ai tassi decennali da parte della BoJ o del QT in corso. La preferenza rimane per le estremità corte delle curve.

EU Core



EU Periphery



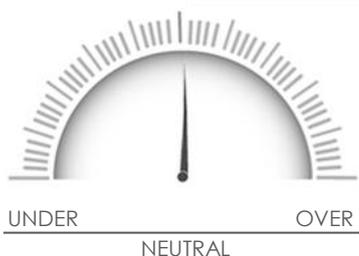
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta **neutrale**. Da qualche settimana abbiamo evidenziato che, mentre la probabilità di un ulteriore aumento dei tassi risk-free 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 risk-free. Questo scenario ha continuato a delinearci e potrebbe persistere nel breve termine. A nostro avviso, le obbligazioni corporate high yield presentano un profilo rischio/rendimento relativamente sfavorevole.

IG Europe



IG US



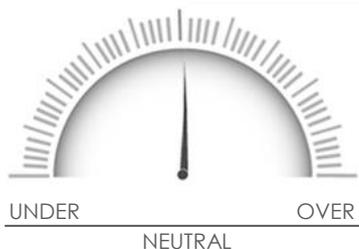
HY Europe



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**. La persistenza di politiche monetarie restrittive per un periodo prolungato, insieme all'aumento dei tassi nominali e reali, potrebbe diminuire l'appeal a breve termine dei metalli preziosi, nonostante il loro potenziale di copertura contro i rischi geopolitici o le sorprese al rialzo dell'inflazione. Per quanto riguarda le altre materie prime, manteniamo una visione più cauta, poiché alcuni Paesi/regioni iniziano a mostrare segni di rallentamento, anche se non ancora negli Stati Uniti.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view portata a **neutrale con un orientamento rialzista**. La possibilità che la Fed continui ad alzare i tassi a settembre, data la resistenza dimostrata dall'economia statunitense, potrebbe portare a un ampliamento del differenziale dei tassi d'interesse a favore del dollaro.

Euro: view abbassata a **neutrale con un orientamento ribassista**. A differenza degli Stati Uniti, in Europa cominciano ad emergere chiari segnali di un possibile rallentamento, che potrebbero indurre la BCE a rimanere in attesa durante riunione di settembre, arrestando così il ciclo di rialzo dei tassi che sono a livelli più bassi rispetto agli altri principali Paesi sviluppati.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale**, ma non più con un **bias ribassista**, alla luce dell'annuncio di alcuni stimoli economici dopo le ultime riunioni del Politburo e del miglioramento delle relazioni internazionali dopo le visite di Blinken e Yellen, che potrebbero spingere alcuni investitori ad aumentare l'esposizione agli asset cinesi.

Valute emergenti: view è **neutrale**, ma rimaniamo più costruttivi sulle valute dell'America Latina, che potrebbero beneficiare di alcuni dei tassi reali 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.