

## Eventi principali

### 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

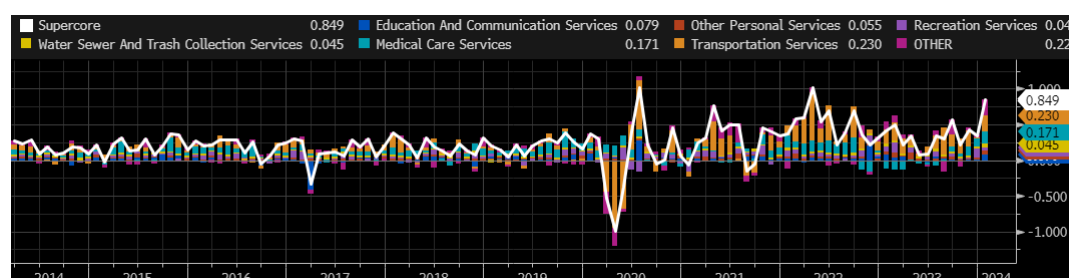


## Un esame di coscienza

- L'inflazione statunitense è tornata ad accelerare inaspettatamente, soprattutto quella "core".
- Nonostante la piena occupazione, si è assistito ad un aumento dei tassi di interesse di mora in alcuni segmenti del credito al consumo statunitense. Al di fuori degli Stati Uniti continuano ad emergere segnali di rallentamento.
- Alla luce del recente rimbalzo dei tassi di interesse e della situazione di ipercomprato di alcuni mercati azionari, adottare un atteggiamento più cauto appare tatticamente prudente nel breve termine.

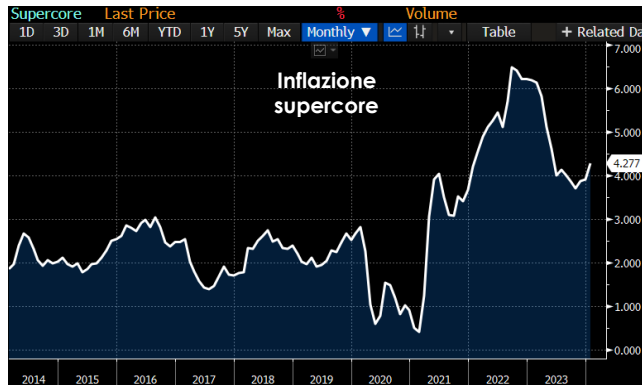
Nel nostro precedente report abbiamo paragonato il mercato e la Fed rispettivamente alla lepre e alla tartaruga. I dati sull'inflazione delle ultime due settimane sembrano aver dato ragione alla «tartaruga».

Sebbene l'inflazione abbia continuato a scendere dal 3,4% al 3,1%, nella sua versione più ampia misurata dall'IPC, più deludenti, se non preoccupanti, sono stati gli sviluppi dell'inflazione core e "supercore", nota anche come «core services less housing» (servizi principali al netto delle case). Dopo il PCE core, **l'inflazione supercore è il parametro più esaminato dalla Fed per le sue decisioni di politica monetaria**. L'inflazione core è rimasta invariata al 3,9% contro le aspettative di un calo al 3,7%, mentre quella supercore **è salita dal 3,9% al 4,3%**. Più precisamente, la variazione mensile dell'inflazione supercore è stata di +0,85%, il terzo aumento più forte dell'ultimo decennio, superato solo due volte durante il recente picco inflazionistico.



Fonte: Bloomberg

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Con il 4,3%, l'inflazione supercore ha registrato il terzo aumento mensile consecutivo su base annua, raggiungendo il livello più alto degli ultimi sei mesi - una tendenza che né il mercato né la Federal Reserve avevano auspicato. Inoltre, anche i prezzi alla produzione, che tendono a riflettersi sui prezzi al consumo con un ritardo di qualche mese, nella versione core (esclusi alimentari ed energia) hanno registrato un aumento dello 0,5% su base mensile. Su base annua, l'IPP è passato da +1,7% a +2,0% al netto di cibo ed energia.

Tuttavia, l'aspettativa rimane quella che queste fluttuazioni si rivelino, col senno di poi, episodi isolati piuttosto che preannunciare una nuova ripresa dell'inflazione. Ad ogni modo, alla luce di questi dati, il mercato non ha potuto che prendere atto che le aspettative di tagli aggressivi da parte della Fed nel corso del 2024 sono state probabilmente sopravvalutate. Al momento, sono prezzati solo 90 punti base di tagli, rispetto ai 150 punti base previsti all'inizio dell'anno.

Anche **l'evoluzione del ciclo economico**, tuttavia, **avrà un ruolo fondamentale nel determinare la traiettoria dei tassi di interesse**. Finora, gli «hard data» (come l'occupazione, i consumi e gli investimenti) hanno costantemente dimostrato che l'economia statunitense è in ottima forma, anche se i dati «soft» (indicatori di fiducia) hanno accennato per mesi a un potenziale rallentamento. Non ci sono ancora prove di un cambiamento dello status quo. Anche l'inatteso calo delle vendite al dettaglio, in particolare nella versione più correlata con i dati di consumo del PIL, al momento può essere considerato solo un segnale inusuale, soprattutto dopo i forti aumenti dei mesi precedenti.

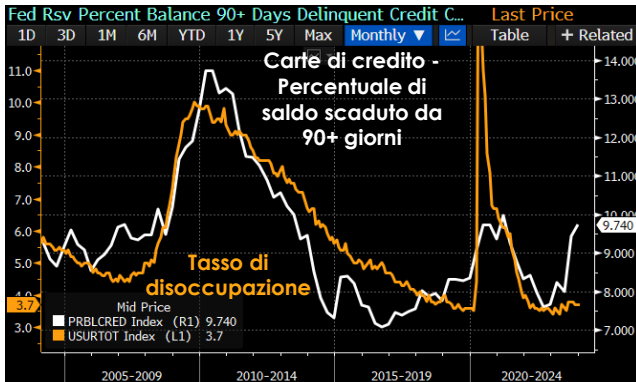
Sullo sfondo, tuttavia, alcune metriche spesso considerate come segnali d'allarme iniziano a mostrare sviluppi che meritano un attento monitoraggio, anche se al momento nessuna desta preoccupazioni immediate.

Sebbene i dati sulle «initial jobless claims» (il numero di persone che ha recentemente perso il lavoro e che chiede per la prima volta un aiuto finanziario al governo) rimangano vicini ai minimi storici, i dati sui «continuing jobless claims» (il numero di persone che continua a richiedere l'indennità di disoccupazione) sono in aumento. Storicamente, le inversioni della traiettoria delle «continuing claims» hanno anticipato quella del tasso di disoccupazione. Dopo un iniziale e fisiologico movimento al rialzo nel 2022, quando le tensioni sul mercato del lavoro hanno iniziato ad allentarsi, negli ultimi mesi le «continuing claims» hanno ripreso a salire, superando i massimi precedenti. Questo potrebbe far presagire un tasso di disoccupazione verso il 4%-4,5%, in linea con le previsioni della Fed.

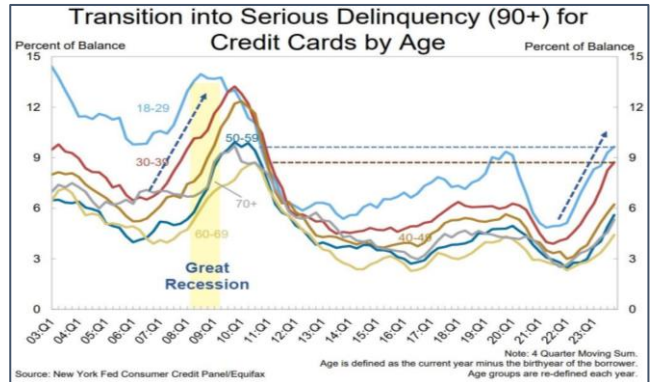
**La tenuta del mercato del lavoro è importante** anche perché i tassi di interesse di mora in alcuni segmenti del credito al consumo iniziano ad aumentare. Si tratta di uno sviluppo insolito, poiché storicamente aumenti significativi di questi tassi si verificano solo in seguito a un rallentamento del mercato del lavoro (grafico in alto a sinistra nella pagina successiva, dove i tassi di interesse di mora delle carte di credito sono confrontati con il tasso di disoccupazione). In altre parole, sebbene ai livelli attuali il tasso di interesse di mora non sia preoccupante in termini assoluti, è in contrasto con un mercato del lavoro così forte. Se il tasso di disoccupazione dovesse aumentare, i tassi di interesse di mora potrebbero crescere ulteriormente.

Un'altra vulnerabilità può essere individuata se si disaggrega il tasso di interesse di mora in base alla fascia d'età dei mutuatari. Nel caso degli anziani questo tasso è ancora a livelli molto bassi, mentre nelle fasce più giovani registra un rapido aumento.

(continua)



Fonte: Bloomberg



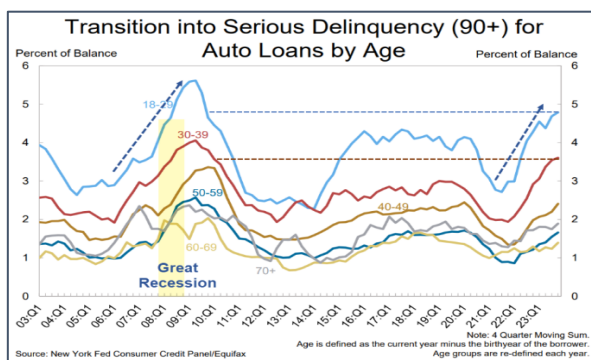
Fonte: Mishtalk

Ciò è spiegato dal fatto che le generazioni più anziane, che detengono la maggior parte dei beni, hanno di conseguenza beneficiato maggiormente dei recenti aumenti dei valori azionari e immobiliari. La loro stabilità finanziaria non è in pericolo. Opposto è il caso delle generazioni più giovani, che in genere non possiedono beni. Hanno visto il loro potere d'acquisto ridursi perché i salari non hanno tenuto il passo dell'inflazione, nonostante la recente ma parziale ripresa in termini reali. Lo stesso schema si osserva nei tassi di interesse di mora sui prestiti auto.

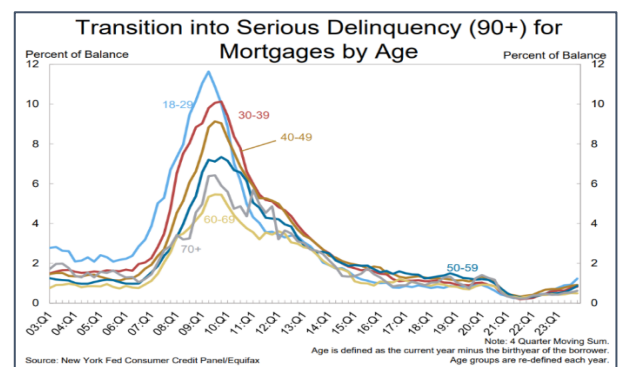
Fortunatamente, «l'elefante nella stanza» - i mutui immobiliari - non mostra tendenze preoccupanti. **Tutte le classi di mutuatari mostrano tassi di morosità stabili, intorno ai minimi storici.** Questa stabilità è dovuta al fatto che meno di un decimo dei mutui statunitensi è a tasso variabile e che molti mutui a tasso fisso sono stati rifinanziati nel 2021, durante un periodo di tassi di interesse eccezionalmente bassi. L'impennata dei tassi di interesse degli ultimi due anni, quindi, non ha avuto un impatto sui mutui esistenti, ma solo su quelli di nuova accensione. Pertanto, come anticipato, non sembrano esserci prove sufficienti per suggerire una minaccia tangibile di rallentamento economico negli Stati Uniti.

Detto questo, vale la pena ricordare che **gli Stati Uniti sono attualmente l'unico motore della crescita globale.** Il Giappone ha appena registrato due trimestri consecutivi di contrazione del PIL, entrando così in recessione tecnica. L'Europa ha ristagnato per tutto il 2023 e i dati preliminari per il 2024 mostrano un'ulteriore contrazione sia delle vendite al dettaglio che della produzione industriale. I problemi della Cina sono ben noti. L'evidenza è che il resto del mondo sta già sperimentando un rallentamento, come normalmente accade dopo un così forte aumento dei tassi di interesse. È quindi necessario che l'occupazione e la crescita economica rimangano robuste negli Stati Uniti, altrimenti la narrativa del "soft-landing" o "no-landing" sarebbe in pericolo. E così, a sua volta, l'ottimismo dei mercati azionari.

Sottolineiamo ancora una volta che questo non è lo scenario di base. **Nello scenario di base, l'economia globale continuerà a crescere, evitando un rallentamento significativo.** Tuttavia, dato il recente aumento dei tassi di mercato e la condizione di ipercomprato di alcuni mercati azionari, in questo momento sembra prudente adottare una posizione tatticamente cauta, con l'obiettivo di riaccumulare azioni in caso di correzione.

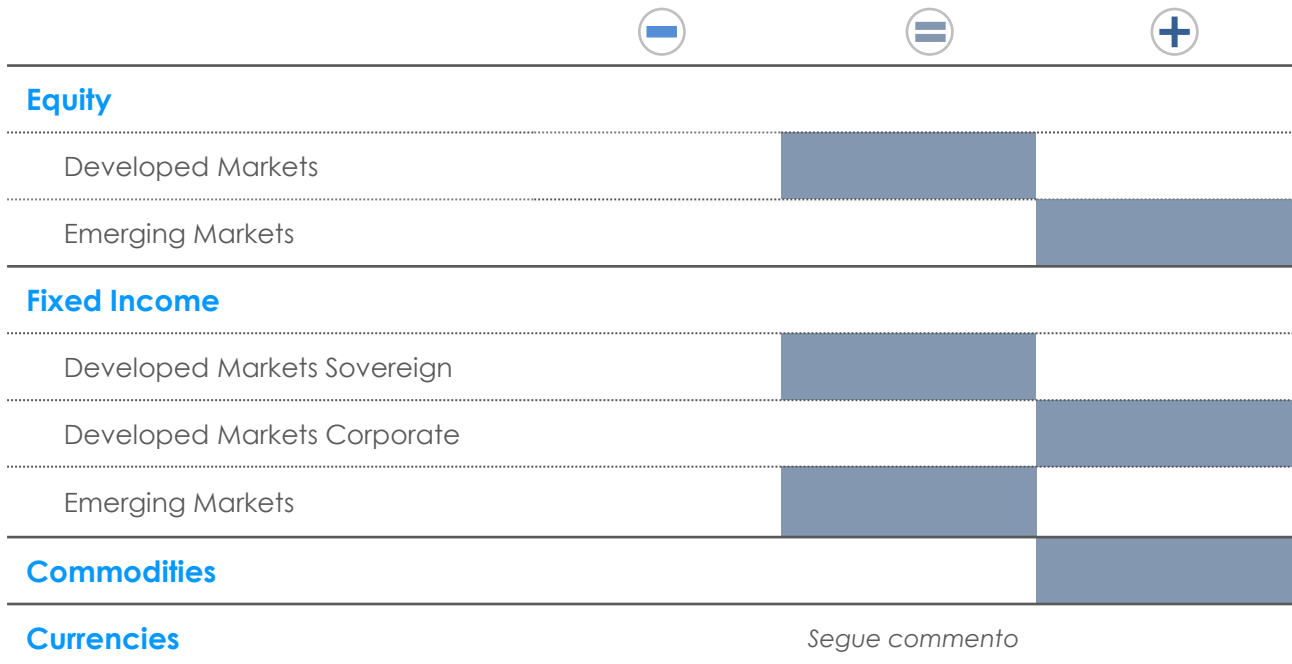


Fonte: Mishtalk



Fonte: Mishtalk

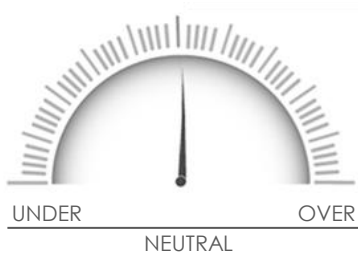
# Asset Allocation View



⊖ UNDER                      = NEUTRAL                      ⊕ OVER

## Equity

### Developed Markets



View abbassata a **neutrale**. Il forte rally da inizio anno ha portato i mercati sempre più in un territorio di ipercomprato, aumentando la vulnerabilità dei titoli azionari. Questa tendenza è particolarmente preoccupante se si considera l'aumento delle valutazioni che persiste nonostante una stagione degli utili generalmente favorevole. Inoltre, gli ultimi dati sull'inflazione hanno alimentato il timore che l'inflazione non stia scendendo così rapidamente come sperato. Ciò ha provocato un netto aumento dei tassi di mercato, rafforzando così il loro appeal rispetto alle azioni. Ciononostante, le nostre prospettive a medio termine per le azioni rimangono ottimistiche e consideriamo le prossime correzioni come potenziali opportunità di investimento.

US ⊕

Europe ⊖

Japan =

### Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Le valutazioni dei Paesi emergenti continuano a essere interessanti sia su base assoluta che relativa. Per quanto riguarda la Cina, i dati recenti hanno mostrato un certo miglioramento e il governo sembra più aperto a prendere in considerazione alcune misure per sostenere l'economia, favorendo un rimbalzo del sentiment verso i titoli cinesi. Tuttavia, le tensioni geopolitiche continuano a pesare sul potenziale rialzo.

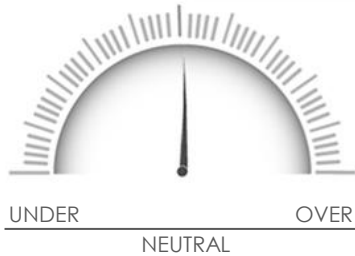
Asia ex-Japan =

EEMEA ⊖

LATAM =

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Il rimbalzo dei tassi di mercato è proseguito nelle ultime due settimane, soprattutto a causa di dati sull'inflazione più elevati del previsto che hanno costretto il mercato a ritardare ulteriormente il momento del primo taglio dei tassi. Il rialzo dei tassi di mercato è stato così pronunciato che le estremità medio-brevi delle curve, in particolare quella statunitense, sono tornate a livelli interessanti anche considerando le prospettive più incerte dell'inflazione. Rimane una certa cautela sulle estremità lunghe, che potrebbero essere ancora vulnerabili se l'inflazione non dovesse mostrare rapidi segnali di allentamento.

EU Core



EU Periphery



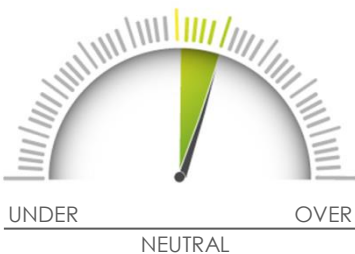
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Sebbene la tempistica del primo taglio dei tassi sia stata spostata in avanti dopo i recenti dati sull'inflazione, il percorso di discesa dei tassi non sembra essere in discussione. Inoltre, nella prossima riunione la Fed dovrebbe fare chiarezza sul tapering del QT, un passo che potrebbe portare a un'ulteriore compressione degli spread. Continuiamo a privilegiare le obbligazioni societarie investment-grade e a sconsigliare quelle ad alto rendimento.

IG Europe



IG US



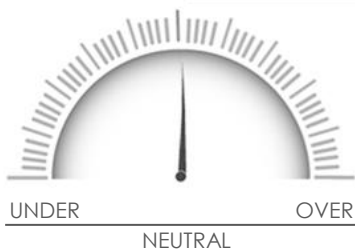
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. L'aspettativa di politiche monetarie più accomodanti da parte delle banche centrali occidentali potrebbe favorire un ritorno di interesse verso l'asset class da parte degli investitori internazionali, anche in considerazione del fatto che gli spread EM sono più ampi di quelli delle obbligazioni DM. D'altro canto, le continue tensioni geopolitiche e il sentimento ancora cauto nei confronti dei Paesi emergenti suggeriscono che è ancora necessaria una certa cautela.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. I metalli preziosi continuano a essere le materie prime preferite, in quanto fungono da copertura del portafoglio in caso di escalation delle tensioni geopolitiche e sono quelle che dovrebbero trarre i maggiori benefici dall'inizio del ciclo di riduzione dei tassi di interesse. Il comitato rimane più cauto sulle altre materie prime, in quanto legate all'evoluzione del ciclo economico.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view mantenuta **neutrale**. I dati sull'inflazione più alti del previsto hanno determinato un ampliamento del differenziale di tasso a favore del dollaro, con conseguente rafforzamento del dollaro USA. Ai livelli attuali, il nuovo scenario sembra essere già stato completamente prezzato dal mercato.

**Euro:** allo stesso modo la view dell'euro è stata mantenuta **neutrale**. I dati economici deboli delle ultime settimane non sono una novità e confermano che i tassi d'interesse europei dovranno presto essere tagliati, come anticipato dalla BCE nell'ultima riunione.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **neutrale** con un bias ribassista. I dati economici leggermente migliori del previsto delle ultime settimane non cambieranno probabilmente lo scenario per il renminbi.

**Valute emergenti:** view portata a **neutrale**. Continuiamo a essere relativamente più ottimisti sulle valute dell'America Latina.

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.