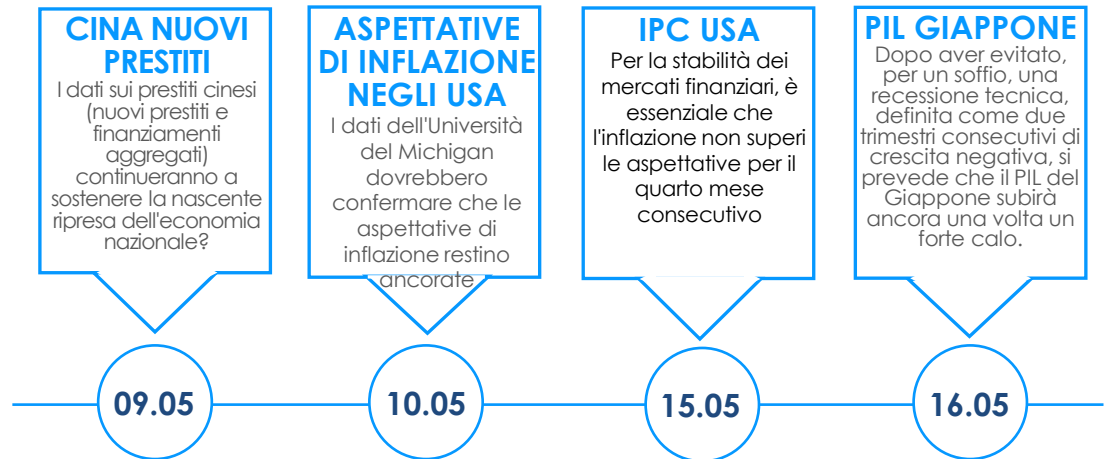


## Eventi principali

### 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



## Orientamento "Dovish"

- **La Federal Reserve si è dimostrata meno aggressiva del previsto e disposta a scartare gli scenari di coda sulla traiettoria dei tassi**
- **L'inasprimento quantitativo (QT) sarà ridotto già a giugno e per un importo maggiore di quanto previsto (da 30 a 35 miliardi di dollari), diminuendo così la liquidità sottratta ai mercati finanziari**
- **La Fed sembra inoltre intenzionata a mantenere la tendenza all'allentamento in atto da dicembre. Tuttavia, il primo taglio dei tassi non avverrà prima di settembre 2024**

Dopo la serie di dati macroeconomici più forti del previsto degli ultimi mesi, che hanno mostrato una notevole tenuta sia dell'inflazione che della crescita economica, la comunità finanziaria attendeva con ansia la riunione della Fed, temendo di dover abbandonare del tutto le speranze di un taglio dei tassi nel 2024. Alcuni analisti avevano addirittura ipotizzato che la prossima mossa della Fed potrebbe essere un rialzo e non un taglio.

La conferenza stampa post-FOMC ha permesso a tutti di **tirare un sospiro di sollievo**.

In effetti, il primo dato importante che emerge dalla teleconferenza è che Powell e la Fed sembrano intenzionati a smantellare i "rischi di coda" che il mercato ha valutato negli ultimi mesi (in alcuni casi indotti dalla stessa Fed...); all'inizio dell'anno, una serie aggressiva di tagli dei tassi e, più recentemente, persino la possibilità di ulteriori rialzi.

Per dissipare tali rischi, Powell ha affermato che **"è improbabile che la prossima mossa politica sui tassi sia un rialzo"** e "il nostro obiettivo politico è davvero [...] quanto a lungo mantenere la politica restrittiva". "Ciò significa che il massimo che la Fed farà sarà mantenere i tassi al livello attuale, eventualmente estendendo la durata per cui i tassi rimarranno a questo livello. Tuttavia, **un rialzo dei tassi è ancora fuori discussione** nonostante i dati più solidi sull'inflazione e sulla crescita. D'altra parte, la dichiarazione del FOMC includeva la frase "negli ultimi mesi, è mancato un ulteriore progresso verso l'obiettivo di inflazione del 2%".

## (continua)

L'aggiunta di questa frase, che riconosce la vischiosità dell'inflazione, impedirà di fatto alla Fed di tagliare i tassi almeno fino a settembre: sarebbe estremamente complicato per la Fed fare un dietrofront prima di allora, a meno di un drammatico peggioramento della situazione macroeconomica che al momento non sembra plausibile.

In breve, la Fed ha escluso gli scenari di «coda» (un calo sostanziale dei tassi e la possibilità di ulteriori rialzi), riducendo così notevolmente l'incertezza sulla traiettoria dei tassi. **Per il mercato, che non ama l'incertezza, questo è sicuramente uno sviluppo positivo.**

La seconda considerazione è che **la Fed ha annunciato un tapering del QT più significativo del previsto**: a partire da giugno, il QT sarà ridotto da 90 miliardi di dollari al mese a 55 miliardi di dollari, abbassando il tetto mensile di rimborso dei titoli del Tesoro da 60 a 25 miliardi di dollari. Ricordiamo che già a dicembre la Fed aveva sorpreso il mercato ventilando la possibilità di ridurre il QT, un'opzione che all'epoca quasi nessuno si aspettava. Oggi la storia sembra ripetersi: sebbene si prevedesse che il tapering del QT sarebbe stato annunciato in questa riunione o nella prossima di giugno, la Fed ha sorpreso ancora una volta con una posizione «dovish». La sorpresa è data sia dalle dimensioni inaspettatamente elevate del tapering, sia dalla sua attuazione immediata, senza una riduzione graduale. Anche questo sviluppo, come il precedente, è favorevole ai mercati, in quanto una riduzione più graduale della liquidità in eccesso avvantaggia tutte le classi di attività, soprattutto quelle più rischiose.

La terza considerazione da fare è che la Fed sembra impegnata nella posizione dovish adottata a dicembre, quando ha inaspettatamente segnalato la possibilità di tre tagli dei tassi nel 2024 insieme a un tapering del QT, contrastando l'accettazione da parte del mercato di una narrativa "più alta più a lungo". Da dicembre si è diffusa l'aspettativa che il primo taglio dei tassi avvenga a giugno. Tuttavia, i recenti dati sull'inflazione e sulla crescita hanno escluso questa possibilità. La riduzione del QT più ampia del previsto, che entrerà in vigore a giugno, può essere interpretata come il metodo della Fed per avviare un allentamento monetario furtivo nel momento in cui aveva inizialmente indicato la volontà di farlo.

Allo stesso modo, nonostante i dati indichino una chiara ri-accelerazione dell'inflazione ben al di sopra dell'obiettivo del 2%, è stato escluso un ulteriore rialzo dei tassi. Inoltre, nel corso della teleconferenza, Powell ha affermato che, anche se l'inflazione si dimostrasse più resistente del previsto, sarebbe possibile un taglio dei tassi qualora il mercato del lavoro mostrasse segni di indebolimento.

Non è possibile sapere quale sia la vera ragione di questa **persistente tendenza all'allentamento della Fed**. Una possibile ragione è stata offerta dall'ex governatore della Fed di Dallas Kaplan in una recente intervista: la causa principale della resistenza dell'inflazione è la politica fiscale eccessivamente allentata del governo statunitense, che continua a registrare deficit a una cifra, costringendo la Fed a essere più restrittiva di quanto dovrebbe.

Un'altra possibile spiegazione è che la Fed sia preoccupata per alcuni punti deboli, come il calo delle vendite di case esistenti, la pressione sul settore immobiliare commerciale o l'aumento dei tassi di morosità in alcuni segmenti del credito al consumo. Inoltre, la Federal Reserve potrebbe essere preoccupata per la traiettoria della spesa per interessi sul debito degli Stati Uniti, che ha ormai superato di gran lunga i mille miliardi di dollari su base annua - una cifra superiore al budget destinato alle spese militari.

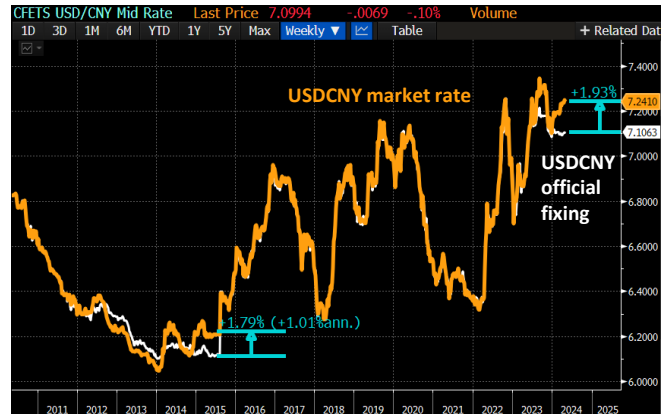
Forse la ragione più concreta, o almeno la più apparente, è che il mantenimento di tassi d'interesse elevati negli Stati Uniti - conseguenza della loro economia più forte (anche se "dopata" da stimoli fiscali) - sta causando **eccessive tensioni al di fuori degli Stati Uniti**, in particolare in Asia e nei mercati emergenti.

Il crescente divario tra crescita e inflazione negli Stati Uniti rispetto al resto del mondo ha consolidato l'aspettativa che la politica monetaria statunitense rimarrà molto più restrittiva di quanto potrebbe essere necessario in altri paesi. Di conseguenza, il differenziale dei tassi si è ampliato a favore degli Stati Uniti, mettendo sotto pressione molte valute mondiali.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

A questo proposito, **molta attenzione è stata data alla debolezza dello yen**, che ha toccato quota 160 rispetto al dollaro, perdendo 1/3 del suo valore negli ultimi tre anni e dimezzandosi in poco più di un decennio. Ma, nelle ultime settimane, anche molte valute emergenti hanno iniziato a soffrire nei confronti del dollaro. Tra queste, **lo yuan cinese è quella che merita maggiore attenzione**, anche se la comunità finanziaria sembra non prestarle molta attenzione.

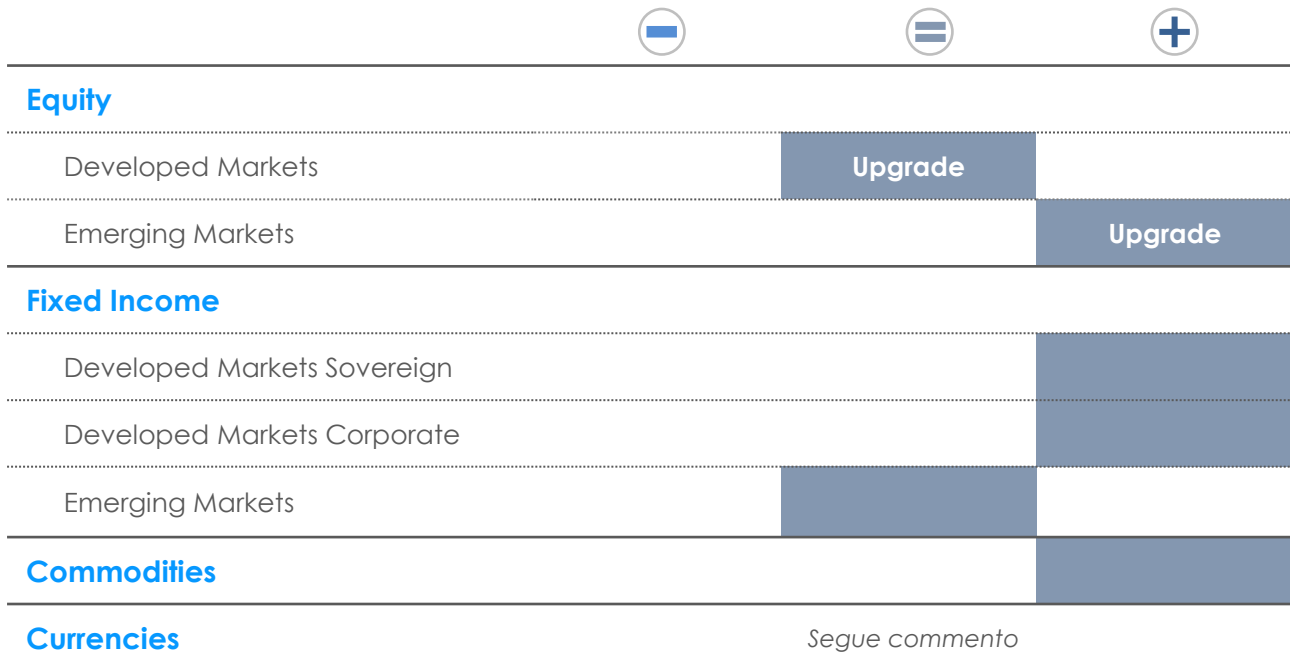
Ricordiamo che per anni il tasso di cambio del renminbi è stato lasciato fluttuare all'interno di una banda di +/-2% rispetto al fixing ufficiale fissato dalla banca centrale. In caso di deviazioni oltre queste soglie, la banca centrale dovrebbe intervenire per mantenere il tasso di cambio di mercato all'interno di questa banda. In condizioni normali, il tasso di cambio di mercato e il fixing della banca centrale coincidono.

Dall'inizio dell'anno, tuttavia, il mercato ha portato il tasso di cambio del renminbi sempre più vicino alla soglia del +2% (quindi al massimo livello di debolezza consentito dalla banda). Ricordiamo inoltre che una situazione del genere si era verificata in precedenza solo tra il 2014 e il 2015, poco prima che la Cina svalutasse inaspettatamente il renminbi nell'agosto 2015, scatenando forti perturbazioni sui mercati finanziari. All'epoca, il renminbi si stava lentamente e costantemente apprezzando rispetto al dollaro da anni e offriva anche un tasso di interesse più elevato rispetto al biglietto verde. Questo scenario ha portato gli hedge fund ad assumere posizioni lunghe sul renminbi e corte sul dollaro, capitalizzando su quello che era uno dei carry trade più redditizi e meno volatili del periodo.

Le perdite subite su queste posizioni di carry trade, dopo l'improvvisa svalutazione, sono state all'origine dello sconvolgimento dei mercati finanziari. Oggi la situazione è completamente diversa, poiché non esistono più posizioni di carry trade significative sul renminbi. Tuttavia, un'improvvisa svalutazione dello yuan cinese potrebbe causare a sua volta una certa volatilità sui mercati, poiché potrebbe provocare reazioni a catena da parte di altri Paesi emergenti.

In sintesi, si prevede che per varie ragioni (interne e internazionali) **la Federal Reserve sarà incentivata a tagliare i tassi non appena si troverà nella condizione di farlo**, a causa di un calo dell'inflazione o in reazione a un possibile rallentamento del ciclo economico. Tuttavia, ciò probabilmente non avverrà prima della fine dell'estate.

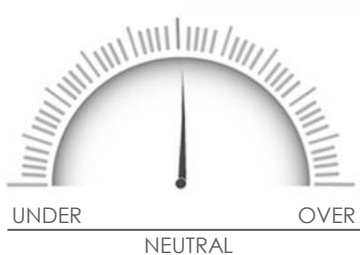
# Asset Allocation View



⊖ UNDER      ⊞ NEUTRAL      ⊕ OVER

## Equity

### Developed Markets



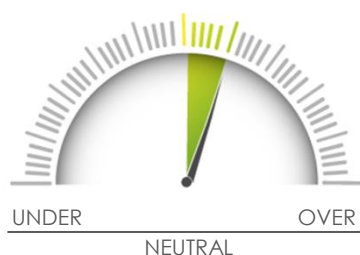
View alzata a **neutrale**. La correzione iniziata a metà aprile è stata abbastanza significativa da risolvere la condizione di ipercomprato. Inoltre, l'atteggiamento più dovish di Powell, i dati sui salari più deboli del previsto e la forte stagione degli utili suggeriscono che il ribasso a questi livelli è limitato. Tuttavia, la concorrenza di tassi d'interesse nominali e reali ancora elevati potrebbe continuare a limitare il potenziale di rialzo dei principali indici azionari.

US ⊞

Europe ⊞

Japan ⊞

### Emerging Markets



View alzata a **leggero sovrappeso**. Le ragioni dell'upgrade sono le stesse già citate per i Paesi Sviluppati. Per quanto riguarda la Cina, dopo l'importante rally dai minimi di gennaio, è possibile una correzione fisiologica. Se ciò dovesse accadere, dovrebbe essere vista come un'opportunità di acquisto. Le valutazioni dei mercati rimangono ancora a forte sconto rispetto ai Paesi sviluppati e gli investitori potrebbero continuare a ruotare i loro portafogli verso i mercati e i settori con le valutazioni più basse, come è stato il trend da inizio anno.

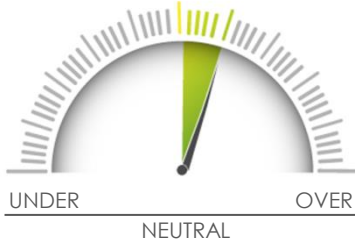
Asia ex-Japan ⊞

EEMEA ⊖

LATAM ⊞

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta a **leggero sovrappeso**. Come già detto nel prologo, la conferenza di Powell si è concentrata principalmente sull'attenuazione dei rischi di coda sui tassi di interesse. Pertanto, è ragionevole prevedere che i tassi si stabilizzeranno intorno ai livelli attuali. La commissione continua a preferire i segmenti brevi e medi delle curve dei rendimenti. Al contrario, rimaniamo cauti sulla parte lunga, considerando la possibilità che l'irripidimento al rialzo in corso possa estendersi ulteriormente.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta a **leggero sovrappeso**. Manteniamo la nostra preferenza per le obbligazioni societarie investment-grade grazie agli spread persistentemente ridotti. Nell'attuale contesto di bassa volatilità, la strategia di carry trade rimane fondamentale.

IG Europe



IG US



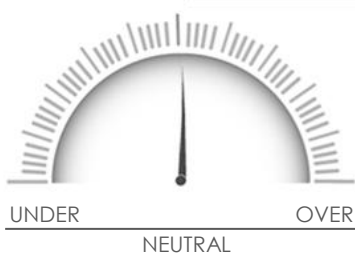
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta a **neutrale**. La forza del dollaro, unita all'aumento dei tassi d'interesse nei Paesi occidentali e all'escalation delle tensioni geopolitiche, sta peggiorando le prospettive del debito dei mercati emergenti. Di conseguenza, offriamo una raccomandazione relativamente più cauta rispetto ad altre strategie obbligazionarie.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta a **leggero sovrappeso**. I metalli preziosi restano le nostre materie prime preferite e fungono da copertura del portafoglio in presenza di tensioni geopolitiche inattese e di pressioni inflazionistiche sostenute. Inoltre, i metalli preziosi stanno beneficiando dei consistenti acquisti delle banche centrali, in particolare della Bank of China. Pur rimanendo positive, le nostre previsioni sulle altre materie prime sono più caute. Le materie prime energetiche potrebbero ricevere una spinta dall'aumento della domanda di elettricità necessaria per l'intelligenza artificiale, mentre le materie prime industriali potrebbero beneficiare dell'aumento della domanda in Cina.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view mantenuta **neutrale**. Dopo essersi leggermente indebolito negli ultimi giorni a causa della conferenza stampa di Powell, più dovish del previsto, il dollaro è ora considerato equamente quotato.

**Euro:** allo stesso modo la view dell'euro è stata mantenuta **neutrale**. Il fatto che la BCE dovrebbe tagliare i tassi prima della Fed è controbilanciato dai dati macroeconomici leggermente migliori del previsto in arrivo in Europa, in particolare i dati sulla fiducia.

**Renminbi cinese:** view abbassata a **negativa**. Per diverse settimane, il Renminbi è stato scambiato vicino al limite superiore della banda di fluttuazione consentita rispetto al fixing della banca centrale. In passato, quando una situazione del genere persisteva per un certo periodo, era seguita da una svalutazione della moneta cinese. Un'altra ragione che potrebbe spingere la Cina a lasciare che il renminbi si indebolisca è il deprezzamento dello yen, che riduce la competitività della Cina.

**Valute emergenti:** view portata a **neutrale**. Tra le valute emergenti, il comitato preferisce ora la Lira turca.

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.