

Eventi principali

Azimut Global Network

- * Milan
- * Abu Dhabi
- * Austin
- * Cairo
- * Dubai
- * Dublin
- * Estoril
- * Geneva
- * Hong Kong
- * Istanbul
- * Lugano
- * Luxembourg
- * Mexico City
- * Miami
- * Monaco
- * New York
- * Rabat
- * Santiago
- * São Paulo
- * Shanghai
- * Singapore
- * St Louis
- * Sydney
- * Taipei



Il caos delle tariffe

- **I dazi annunciati da Trump il 2 aprile hanno creato scompiglio sul mercato, con un crollo del mercato azionario insieme alle obbligazioni statunitensi e al dollaro;**
- **Questi movimenti possono essere attribuiti non solo all'aumento del rischio di recessione in seguito all'annuncio dei dazi, ma anche al mutato atteggiamento dell'amministrazione Trump nei confronti del resto del mondo, che ha probabilmente spaventato gli investitori internazionali;**
- **Tuttavia, la tregua di tre mesi sui dazi potrebbe portare a una riduzione dello stress e della volatilità del mercato, consentendo di investire almeno in parte alcuni dei movimenti anomali delle ultime settimane.**

Come anticipato nell'ultimo commento, il 2 aprile purtroppo non ha segnato il «Liberation Day» (Giorno della liberazione) dalla pervasiva e frustrante incertezza causata dalla saga tariffaria di Trump.

Le tariffe annunciate al mondo il 2 aprile erano ben lontane dal concetto di «reciprocità tariffaria» che Trump aveva pubblicizzato nelle settimane precedenti. Le tariffe reciproche implicherebbero che per ogni bene esportato dagli Stati Uniti e soggetto a dazi nel Paese importatore, gli Stati Uniti imporrebbero dazi alla stessa aliquota sullo stesso tipo di bene esportato da quel Paese negli Stati Uniti.

Le tariffe annunciate da Trump, tuttavia, si basano su una formula matematica (bilancia commerciale divisa per il valore delle importazioni, con un limite del 10%) che non ha alcun fondamento economico e non riflette le tariffe effettivamente imposte dagli altri Paesi sulle merci statunitensi. Le aliquote tariffarie risultanti, applicate a tutte le importazioni statunitensi, erano significativamente più alte dei dazi medi imposti da altri Paesi sulle esportazioni statunitensi, in alcuni casi anche di diverse volte. Come già detto, ciò si discosta sostanzialmente dal principio di «reciprocità tariffaria» e potrebbe essere interpretato come un atto di coercizione nei confronti del resto del mondo.

Gli altri Paesi non hanno reagito, impietriti da quanto annunciato. I pochi Paesi che si sono espressi hanno immediatamente cercato di negoziare con gli Stati Uniti.

(continua)

L'unica eccezione è stata la Cina, che ha immediatamente risposto imponendo delle contro-tariffe. La situazione tra i due Paesi è rapidamente degenerata e il conseguente botta e risposta ha portato gli Stati Uniti a imporre tariffe del 145% alla Cina e la Cina a imporre tariffe del 125% agli Stati Uniti. Ovviamente, tariffe di questo tipo renderebbero semplicemente non più sostenibile il commercio tra i due Paesi.

Mercoledì, è cambiato ancora una volta tutto. Trump ha annunciato che, con la sola eccezione della Cina - per la quale le tariffe rimarranno al 145% - tutti gli altri Paesi saranno soggetti a una tassa sulle importazioni del 10% per i prossimi tre mesi. Durante questo periodo, se i Paesi faranno le concessioni richieste da Trump, i dazi potrebbero essere completamente eliminati.

Venerdì sera, poi, Trump ha esentato le importazioni di un'ampia gamma di dispositivi elettronici, tra cui smartphone, laptop e relativi componenti, equiparandoli ai semiconduttori. Le importazioni di questi beni dalla Cina, saranno infatti ancora soggette a tariffe del 20%. Infine, nel fine settimana, Trump ha chiarito che questi beni tecnologici saranno ancora soggetti a dazi, ma l'aliquota sarà stabilita nelle prossime settimane.

Poiché non è ancora possibile fare previsioni sull'evoluzione dei dazi, date le circostanze in continua evoluzione, cerchiamo di capire quali potrebbero essere le conseguenze più probabili.

Sulla base della teoria del vantaggio comparato di David Ricardo, i Paesi possono trarre vantaggio dal commercio reciproco concentrandosi sulla produzione di ciò che sanno fare meglio e acquistando da altri Paesi ciò che non sanno fare altrettanto bene. In un mondo ideale senza attriti commerciali internazionali, i vantaggi comparati portano alla massimizzazione dell'efficienza, della produzione aggregata, del PIL e dei profitti aziendali, abbassando al contempo i prezzi. L'introduzione di barriere commerciali porta al risultato opposto. Chiaro e semplice.

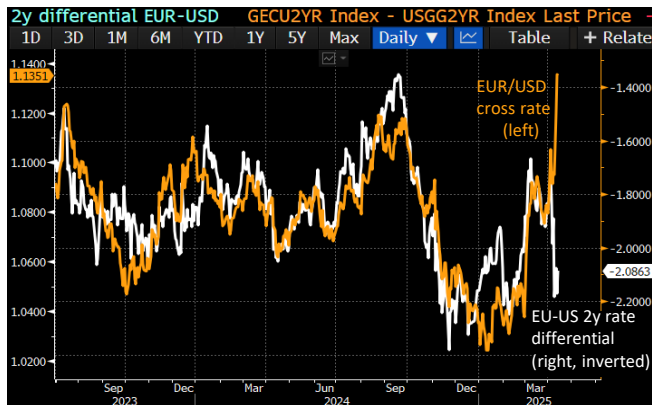
Avere un deficit, quindi, significa essere meno efficienti, in media, rispetto ad altri Paesi. Tuttavia, l'altra faccia del deficit commerciale è un'eccedenza del conto capitale o, in altre parole, un afflusso netto di capitali dal resto del mondo. Questo è ciò che è accaduto negli Stati Uniti per decenni: il resto del mondo ha accumulato massicciamente titoli del Tesoro americano. Questo è stato enormemente vantaggioso per gli Stati Uniti, che hanno potuto finanziarsi a un costo molto più basso di quello che avrebbero dovuto sostenere se non avessero avuto un deficit commerciale. Data l'entità del debito pubblico statunitense, questo privilegio ha permesso di risparmiare trilioni in interessi nel corso degli anni.

Per un Paese che registra anche un deficit fiscale, le conseguenze potrebbero essere tutt'altro che banali per il finanziamento del debito. Inoltre, enormi quantità di capitali stranieri sono state attratte dalle azioni statunitensi, consentendo loro di finanziare lo sviluppo tecnologico e la crescita dell'economia reale, che è cresciuta più rapidamente rispetto al resto del mondo. Puntare alla fine del deficit commerciale significa essere disposti a rinunciare anche a questi vantaggi. Stranamente, nessuno parla di questi fatti. Le conseguenze di un'inversione di tendenza si faranno infatti sentire solo nel medio termine, perché il processo richiede tempo.

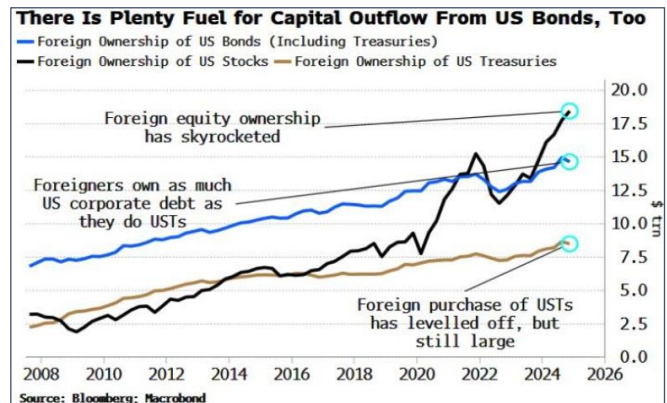
In considerazione di quanto sopra, si può ritenere inappropriato e poco saggio che l'amministrazione Trump stia cercando proprio in questi giorni di approvare l'estensione dei tagli fiscali concessi nel suo primo mandato e di garantirne altri. Il costo di queste misure è stimato in 5 mila miliardi di dollari nel prossimo decennio. A fronte di questo aumento di spesa, sono previsti solo 1.500 miliardi di dollari di tagli alla spesa, con conseguente ulteriore aumento del deficit pubblico statunitense, che negli ultimi anni è già a livelli insostenibili.

Non c'è quindi da sorprendersi se i rendimenti dei Treasury statunitensi sono aumentati così rapidamente. Ciò è in netto contrasto con quanto è sempre accaduto in passato, ovvero che durante le forti correzioni di mercato i Treasury sono stati ampiamente ricercati come rifugio sicuro. In altre parole, con la sua spinta decisiva sui dazi e l'espansione del deficit fiscale, Trump ha rischiato di subire il suo «momento Liz Truss», dato che i tassi di interesse a 30 anni sono aumentati di 70 punti base in soli 3 giorni, fermandosi intorno al 5%, non lontano dai massimi della fine del 2022. L'insolito comportamento delle obbligazioni è stato accompagnato da un andamento altrettanto insolito del dollaro. Come i titoli Treasury, anche il dollaro si è in genere rafforzato durante i periodi di turbolenza del mercato. Inoltre, il dollaro - e in particolare il tasso di cambio euro/dollaro - si è sempre mosso in linea con il differenziale dei tassi di interesse. Negli ultimi giorni, tuttavia, nonostante il rialzo dei tassi statunitensi e il calo di quelli tedeschi, che hanno portato a un significativo ampliamento del differenziale dei tassi a favore del dollaro, il biglietto verde non solo non si è rafforzato, ma ha subito una correzione del 5% rispetto all'euro.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg, Macrobond

Questo andamento non è esattamente quello che ci si aspetterebbe dalla valuta di riserva del mondo. Questo comportamento è tipico dei Paesi emergenti, dove in periodi di stress gli investitori vendono azioni e obbligazioni, facendo salire i rendimenti, ma nonostante l'aumento dei rendimenti il tasso di cambio si indebolisce perché si verifica un esodo di capitali.

Questa dinamica può essere almeno in parte spiegata come una reazione all'atteggiamento di Trump. Se gli Stati Uniti sono diventati quello che sono - negli ultimi mesi si è parlato molto di «eccezionalismo americano» - è perché il Paese ha costruito la sua posizione di forza attraverso il rispetto dello Stato di diritto, il sostegno ai Paesi alleati e la capacità di rendere il mondo spontaneamente disposto a detenere dollari, stabilendo così il dollaro americano come valuta di riserva mondiale. Sconvolgendo il resto del mondo e spaventando gli investitori con continui cambiamenti delle regole del gioco, Trump sta ribaltando questo status quo, rischiando un esodo di capitali dagli Stati Uniti.

Inoltre, Trump non ha nascosto la sua intenzione di indebolire il dollaro, il che avrebbe un impatto negativo sulla performance di tutti gli investitori basati in un paese dove il dollaro non è la valuta base che detengono asset statunitensi. Se gli investitori stranieri dovessero iniziare a ridurre la loro esposizione ai mercati statunitensi, l'impatto potenziale sarebbe significativo, considerando che negli ultimi anni sono stati investiti negli Stati Uniti ingenti capitali da parte di stranieri. Tuttavia, c'è ancora molta strada da fare prima di poter dire che il dollaro sta perdendo il suo status di valuta di riserva mondiale, se non altro perché non esiste un'alternativa al dollaro valida e percorribile.

Se nel lungo periodo è consigliabile rimanere consapevoli dei fattori sopra descritti, nel breve periodo le dinamiche di mercato potrebbero andare nella direzione opposta. Supponendo che il picco di stress sui mercati sia alle spalle e che la volatilità si atteni nei prossimi giorni, alcune delle reazioni insolite che abbiamo osservato di recente potrebbero invertirsi.

Partendo dalla curva statunitense, il rialzo dei tassi, nonostante il calo degli indici di borsa e l'aumento del rischio di recessione (le incertezze create da Trump stanno scoraggiando gli investimenti delle imprese, che hanno congelato gli investimenti) è un fenomeno anomalo. Inoltre, le ultime rilevazioni sui prezzi alla produzione e al consumo sono state più favorevoli del previsto e non incorporano ancora i drastici cali dei prezzi delle materie prime, in particolare dei prezzi dell'energia, verificatisi dal 2 aprile. L'aumento del rischio di recessione, insieme alla diminuzione del rischio di inflazione (almeno nel breve periodo), indurrà realisticamente la Federal Reserve a dare priorità al suo mandato di perseguire la piena occupazione rispetto alla stabilità dei prezzi. È quindi possibile che già dalla riunione di giugno la Fed inizi a tagliare i tassi, con implicazioni positive per le obbligazioni.

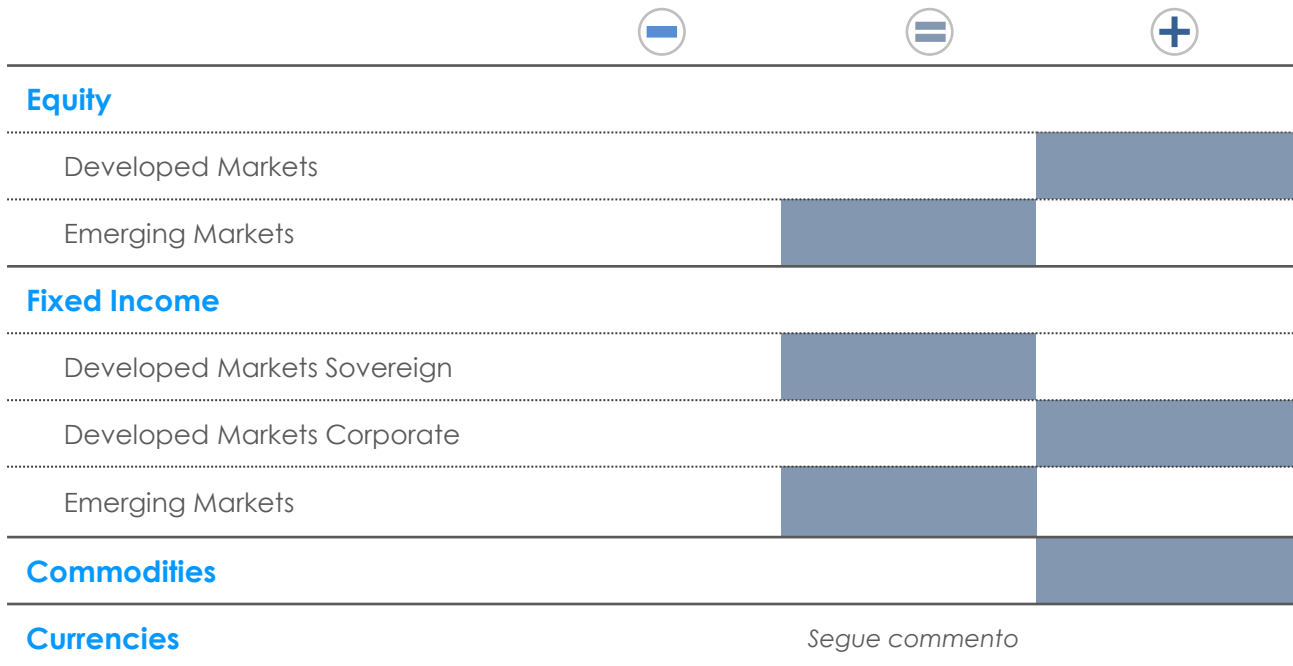
Inoltre, sappiamo che uno dei principali obiettivi di Trump è quello di spingere al ribasso i tassi d'interesse, sia per ridurre la spesa federale per interessi, sia per alleviare il costo del debito delle famiglie (mutui, prestiti auto, credito revolving, ecc.). Forse è più di una coincidenza che la tregua sui dazi sia stata annunciata lo stesso giorno in cui il rendimento del trentennale statunitense ha raggiunto il 5%, con un aumento di 70 punti base in tre giorni. Vale la pena considerare la possibilità che Trump adotti una posizione politica più conciliante se si rende conto che le sue decisioni stanno contribuendo all'aumento dei tassi di interesse.

Inoltre, sempre ipotizzando una normalizzazione delle dinamiche di mercato, è possibile che il dollaro recuperi almeno parte del suo recente deprezzamento, considerando il divario che si è aperto tra il tasso di cambio e il differenziale dei tassi di interesse.

(continua)

Infine, è possibile che i mercati azionari registrino un rimbalzo nel breve periodo. È improbabile che si raggiungano nuovamente i livelli di stress registrati dopo l'annuncio scioccante del 2 aprile. Il periodo di tre mesi durante il quale la tregua del 10% si applica a tutti i Paesi potrebbe portare a un rimbalzo dei mercati azionari, spinto dalla speranza che si possa raggiungere un accordo con un gran numero di Paesi, evitando così non solo il ritorno ai livelli tariffari annunciati il 2 aprile, ma anche la possibilità che i dazi vengano completamente eliminati. Tuttavia, nel medio termine, non possiamo escludere che l'aumento del rischio di un rallentamento o di una vera e propria recessione possa portare a ulteriori ribassi.

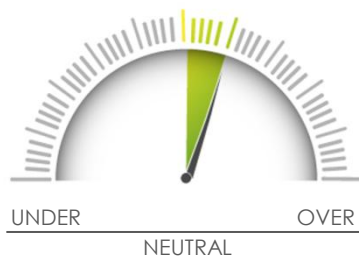
Asset Allocation View



UNDER
 NEUTRAL
 OVER

Equity

Developed Markets



View portata a **leggero sovrappeso**. I mercati azionari sono crollati a causa dei dazi molto più alti del previsto. Dopo la tregua annunciata mercoledì scorso, il mercato potrebbe aver raggiunto il picco di ansia da dazi e potrebbe riprendersi nella speranza che venga raggiunto un accordo con i vari Paesi entro la finestra di tre mesi. Si tratta di un acquisto tattico, considerando che le incertezze relative alle tariffe potrebbero continuare a pesare sulla crescita economica, portando potenzialmente a un rallentamento nei prossimi mesi che potrebbe non essere ancora del tutto prezzato dai mercati.

US



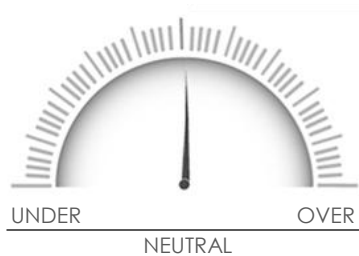
Europe



Japan



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. I mercati emergenti hanno reagito meglio del previsto all'annuncio dei dazi statunitensi. Anche con la tregua, i dazi al 10% continueranno a pesare sulle economie dei mercati emergenti. Ciò è particolarmente vero per la Cina, le cui tariffe rimangono al 145%, con la sola eccezione dei semiconduttori e di alcuni altri prodotti elettronici. Pertanto, riteniamo che le azioni dei mercati emergenti siano potenzialmente più vulnerabili nel breve periodo.

Asia ex-Japan



EEMEA

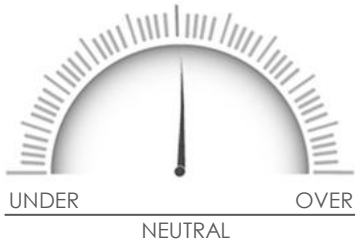


LATAM



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Tuttavia, la view all'interno dell'asset class è tutt'altro che uniforme. Siamo più costruttivi sulla curva statunitense dopo il recente rapido aumento dei rendimenti, anche se continuiamo a privilegiare i segmenti a breve e medio termine. Dopo l'upgrade a sorpresa del debito italiano da parte di Standard & Poor's, riteniamo che la curva italiana sia la più interessante nell'immediato futuro. Al contrario, siamo diventati più cauti sulla curva tedesca, poiché il recente calo dei rendimenti ha riportato i tassi a livelli non dissimili da quelli visti prima dell'annuncio della riforma costituzionale.

EU Core



EU Periphery



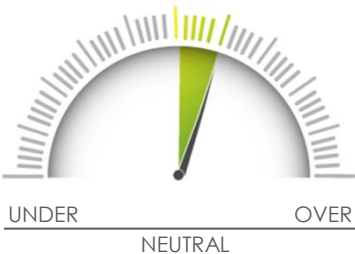
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View portata a **leggero sovrappeso**. L'upgrade è interamente dovuto ai maggiori rendimenti offerti dalle obbligazioni corporate denominate in dollari, che hanno beneficiato sia del rialzo dei tassi risk-free statunitensi, come discusso in precedenza, sia dell'ampliamento degli spread nelle ultime due settimane. Rimaniamo più cauti sulle obbligazioni corporate europee, dato che il loro rendimento a scadenza non è cambiato in modo significativo, dato che l'ampliamento degli spread è stato parzialmente compensato dal calo della curva dei rendimenti tedesca. Nell'ambito delle obbligazioni corporate, continuiamo a privilegiare le obbligazioni IG rispetto a quelle HY.

IG Europe



IG US



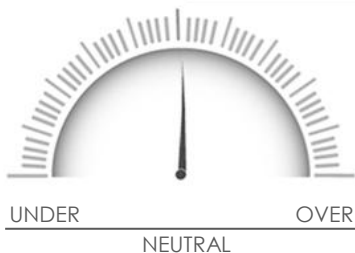
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. I rischi posti dai dazi e dalla contrazione della liquidità complessiva del mercato sono controbilanciati dagli spread relativamente più elevati attualmente offerti dalle obbligazioni dei mercati emergenti rispetto alle obbligazioni corporate con rating simile dei mercati sviluppati.

Local Currency



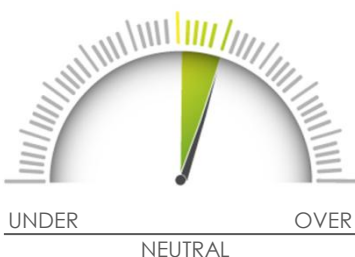
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La nostra posizione costruttiva si concentra principalmente sui metalli preziosi, che si trovano in una fase rialzista e potrebbero beneficiare delle incertezze derivanti dal comportamento imprevedibile di Trump. Tra queste, le sue minacce tariffarie in continua evoluzione, la possibilità che altri Paesi impongano contro-tariffe agli Stati Uniti e l'intenzione dichiarata dall'amministrazione di indebolire il dollaro americano.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro US: view portata a **neutrale** con un orientamento rialzista. Dopo il recente forte ribasso, è possibile che il dollaro si riprenda in qualche misura, soprattutto considerando come il differenziale dei tassi si sia spostato a favore del dollaro americano. Tuttavia, rimaniamo cauti sulle prospettive a medio termine, poiché l'amministrazione Trump continua a spingere per un dollaro più debole.

Euro: view abbassata a **neutrale** con un orientamento ribassista. Il recente rafforzamento dell'euro rispetto a tutte le principali valute lo espone al rischio di un'inversione di tendenza a breve termine. Tuttavia, il principale fattore di spinta per la valuta comune nel breve termine saranno le linee guida della BCE sul futuro percorso della politica monetaria, attese per la fine di questa settimana.

Renminbi cinese: view abbassata a **neutrale** con un bias ribassista. I dazi di Trump stanno colpendo la Cina molto più di altri Paesi, costringendo forse la PBOC a lasciar scivolare il Renminbi contro il dollaro USA per limitare gli impatti negativi sull'economia cinese.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale**. Queste valute hanno sofferto a causa dei dazi di Trump e potrebbero riprendersi se l'avversione al rischio degli investitori si attenuasse.

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.