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

PCE US (30.05)
Si prevede che la misura dell'inflazione preferita dalla Fed diminuirà, riflettendo la tendenza al ribasso osservata nei precedenti dati pubblicati questo mese.

CPI UE (03.06)
L'inflazione dell'Eurozona potrebbe essersi avvicinata all'obiettivo del 2% della BCE, aprendo potenzialmente la porta a ulteriori tagli dei tassi.

MEETING BCE (05.06)
Si prevede che la BCE taglierà nuovamente i tassi, in previsione di un potenziale rallentamento economico, a seguito della minaccia di Trump di imporre dazi del 50% all'UE.

NON-FARM PAYROLLS (06.06)
Un'altra forte lettura dei dati probabilmente ritarderà le speranze di un taglio dei tassi almeno fino a settembre.

La "Big Beautiful Bill"* e le preoccupazioni del mercato obbligazionario

- **Con il raffreddamento dell'inflazione, trainato dal calo delle materie prime, e un mercato del lavoro resiliente, la Fed non vede l'urgenza di cambiare rotta. Tuttavia, rimane vigile sui crescenti rischi legati alla politica fiscale degli Stati Uniti, alle tensioni commerciali e a un contesto globale ancora incerto.**
- **Una tregua commerciale temporanea tra Stati Uniti e Cina ha offerto un breve sollievo, ma le politiche erratiche del presidente Trump, come le improvvise minacce tariffarie contro l'UE e persino contro giganti nazionali come Apple, hanno riacceso la volatilità.**
- **La proposta di legge "Big Beautiful Bill", che estende i tagli alle tasse e amplia il deficit, sta mettendo sotto pressione i tassi di interesse a lungo termine degli Stati Uniti.**

Dopo la pausa dedicata alla revisione della stagione degli utili del primo trimestre, torniamo alla nostra analisi del contesto macroeconomico e dell'evoluzione delle condizioni di mercato.

La riunione della Federal Reserve all'inizio del mese si è rivelata inconcludente. Non è stata colpa della Fed. Come ha giustamente sottolineato Powell, con Trump che continua a cambiare lo status quo, l'unica cosa razionale da fare è monitorare i dati economici e agire di conseguenza, se necessario.

Secondo i dati dell'IPC pubblicati a maggio, i prezzi continuano a convergere verso l'obiettivo del 2%. Tuttavia, questo è il risultato del crollo dei prezzi delle materie prime, in particolare dei prezzi dell'energia, dopo la "Festa della Liberazione", ma anche del fatto che l'impatto dei dazi sui prezzi è ancora da vedere. I dati sul PIL del primo trimestre hanno mostrato che le esportazioni nette hanno contribuito per circa il -5% al PIL. Considerando che i consumi privati crescono a un tasso medio di circa il 4% annuo, l'anticipazione delle importazioni per evitare i dazi ha portato all'accumulo di scorte sufficienti per circa un trimestre.

*La «big beautiful bill» si riferisce, in modo ironico, alla nuova proposta di legge fiscale promossa dall'amministrazione Trump alla Camera nata per prolungare i tagli fiscali del 2017 e ridurre la spesa per programmi sociali come Medicaid e Assistenza Alimentare delle famiglie a basso reddito).

(continua)

Ciò significa che ciò che i consumatori acquistano ora si basa ancora sui beni acquistati su prezzi pre-tariffari. Probabilmente dovremo aspettare fino al terzo trimestre per iniziare a vedere appieno l'impatto effettivo dei dazi sull'inflazione. Questo è in linea con quanto annunciato da Walmart durante la conference call sui risultati del primo trimestre, ovvero che inizierà ad aumentare i prezzi a partire da fine maggio/inizio giugno.

Per quanto riguarda l'altro lato del mandato della Fed, la promozione della piena occupazione, i dati sui salari non agricoli di aprile pubblicati all'inizio di maggio sono stati molto più forti del previsto. Durante il resto del mese, i dati iniziali sulle richieste di disoccupazione non hanno indicato alcun deterioramento del mercato del lavoro, suggerendo che i dati sull'occupazione, che saranno pubblicati all'inizio di giugno, rimarranno probabilmente forti.

In un contesto del genere, sarebbe irrazionale per la Fed abbassare i tassi in previsione di un possibile deterioramento del mercato del lavoro – atteso ormai da diversi anni ma non ancora concretizzatosi – o inasprire le condizioni finanziarie per prevenire un ipotetico nuovo aumento dell'inflazione – che potrebbe non verificarsi mai. Pertanto, lo scenario più probabile è che i tassi di interesse probabilmente non saranno abbassati prima di settembre, se non del tutto nel 2025, con la Fed in attesa di ulteriori prove sia sull'inflazione che sull'occupazione.

Un altro sviluppo degno di nota del mese è stata la reazione alla tregua temporanea nella guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti. Nei negoziati di Ginevra, Bessent e la delegazione cinese hanno concordato una tregua di 90 giorni sulle tariffe, durante la quale i dazi sulle importazioni dalla Cina saranno "solo" del 30% e quelli sulle importazioni cinesi dagli Stati Uniti del 10%.

I giorni successivi hanno visto la prima significativa sovraperformance delle azioni statunitensi e del dollaro dall'inizio dell'anno. Ciò conferma ciò che abbiamo già sottolineato nelle osservazioni precedenti, ovvero che gli Stati Uniti non si trovano in una posizione di forza. Nonostante sia la più grande economia del mondo, dichiarare guerra (commerciale) al resto del mondo rende gli Stati Uniti l'attore più vulnerabile, con il risultato che gli asset finanziari statunitensi sottoperformano il resto del mondo.

Ma proprio come un leopardo non può cambiare le sue macchie, invece di lasciare a Bessent il compito di gestire i negoziati commerciali con gli altri paesi, Trump ha ripreso il suo comportamento erratico sul commercio alla fine di maggio, prima annunciando dazi del 50% sull'UE, poi sospendendoli bruscamente fino al 9 luglio. Gli indici azionari statunitensi, il dollaro e i buoni del Tesoro sono scesi, più che nel resto del mondo. Ciò conferma che il mercato considera negativa per gli Stati Uniti qualsiasi minaccia da parte di Trump e positivo qualsiasi allentamento delle tensioni.

Non solo Trump ha ripreso a imporre dazi ad altri paesi, ma ha anche minacciato per la prima volta di applicare dazi del 25% a una società statunitense se non si fosse piegata alla sua volontà, ovvero di riportare la produzione sul suolo americano. E non un'azienda qualsiasi: Apple, la più grande azienda al mondo per capitalizzazione di mercato. Si tratta di uno sviluppo completamente nuovo, che apre un nuovo capitolo nella saga dei dazi.

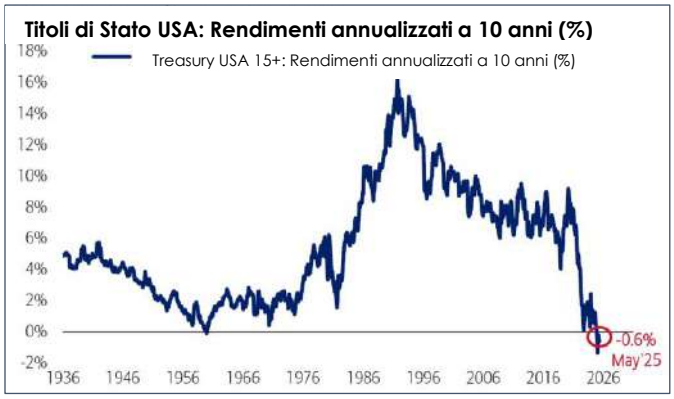
Nelle settimane precedenti, Trump aveva già espresso apertamente il suo disappunto nei confronti di Amazon quando erano circolate voci secondo cui l'impatto dei dazi sui prezzi sarebbe stato visibile sul suo sito web. Puntare sui campioni nazionali, alcuni dei titoli più diffusi e popolari a livello globale, sembra essere una mossa altamente discutibile.

Inoltre, l'argomento chiave utilizzato da Trump a livello nazionale per giustificare l'imposizione di dazi ad altri paesi è che i costi saranno sostenuti da tali paesi, mentre i prezzi per i consumatori statunitensi rimarranno invariati. Ciò si basa sull'assunzione, come sostenuto nell'articolo di Miran, che le valute di altri paesi si indeboliranno rispetto al dollaro di un importo pari alle tariffe imposte, mantenendo invariati i prezzi all'importazione. Questa ipotesi si sta già dimostrando sbagliata, poiché il dollaro si è indebolito da quando sono stati introdotti i dazi, smentendo la presunta logica alla base dei dazi. Ma quando si tratta di un'azienda nazionale ad essere soggetta a tariffe, l'intero costo delle tariffe è inevitabilmente interamente a carico del sistema statunitense, sotto forma di minori profitti o di maggiori costi per i consumatori. Non esattamente una mossa intelligente, se attuata.

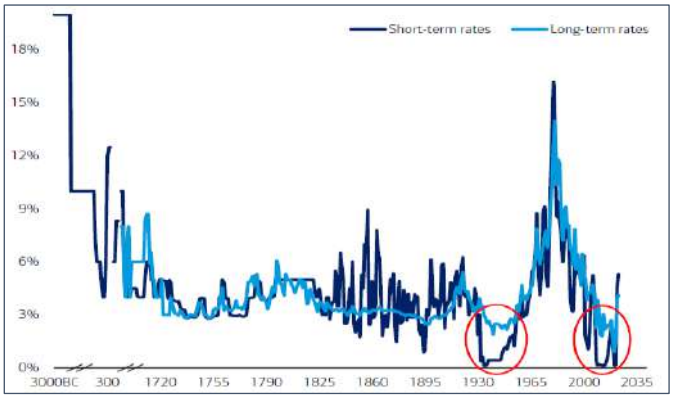
(continua)

Infine, per quanto riguarda le finanze pubbliche, la realtà è molto diversa dalle promesse fatte per ridurre il disavanzo. Nonostante le dichiarazioni audaci iniziali di tagliare 2 mila miliardi di dollari dai 7 mila miliardi di dollari spesi annualmente dal governo, il DOGE ha risparmiato circa 150 miliardi di dollari, secondo le sue stesse stime (altre fonti suggeriscono risparmi inferiori). Nel frattempo, il Congresso sta attualmente cercando di approvare il "grande e bellissimo disegno di legge" di Trump. La misura proroga a tempo indeterminato i tagli fiscali che sarebbero scaduti all'inizio del 2026 e aggiunge ulteriori agevolazioni e detrazioni, mentre i tagli alla spesa sono significativamente più contenuti. Di conseguenza, si prevede che il disegno di legge aggiungerà poco meno di 4 milia miliardi di dollari in 10 anni al deficit precedentemente stimato.

Non sorprende che, alla luce degli sviluppi appena discussi, sia il dollaro che i tassi di interesse a lungo termine statunitensi, in particolare quello a 30 anni, siano stati messi sotto pressione.



Fonte: Bank of America



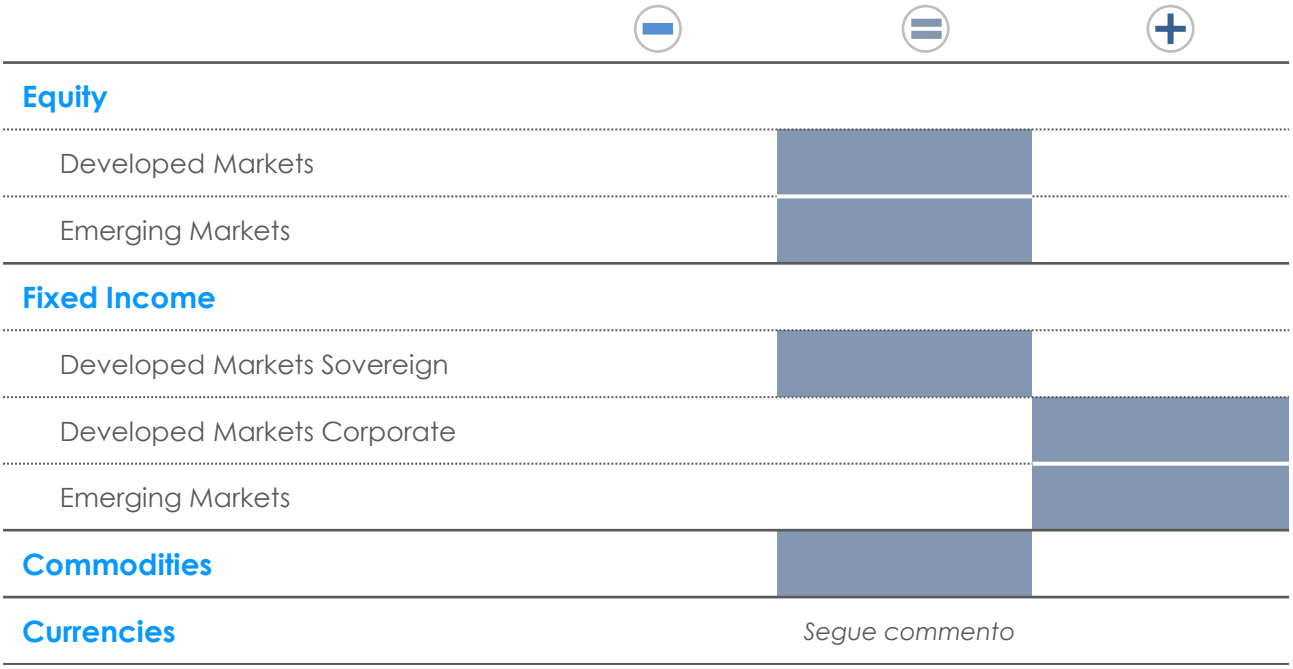
Fonte: Trustnet, Bank of America. Dati a Novembre 2023

Il costante aumento dei tassi di interesse negli ultimi anni ha fatto sì che il rendimento annualizzato a 10 anni di un investimento in titoli del Tesoro con scadenze di 15 anni o più sia sceso in territorio negativo, attestandosi attualmente a -0,6% su base annua. Si tratta di uno sviluppo senza precedenti. Alcuni potrebbero considerare questo aumento dei tassi come una rara opportunità per acquistare obbligazioni a lungo termine a tassi non lontani dai massimi degli ultimi due decenni. Potrebbe rivelarsi un regalo inaspettato, soprattutto se la Fed dovesse iniziare a tagliare i tassi nel corso dell'anno, e ancora di più se dovesse concretizzarsi un rallentamento, portando a una forte diminuzione dei tassi a lungo termine.

Ma si potrebbe anche sostenere che il rendimento negativo su un periodo di detenzione di 10 anni – un evento eccezionale – non è altro che la conseguenza di un punto di partenza altrettanto eccezionale, vale a dire che mai prima d'ora nella storia i tassi a lungo termine erano scesi così in basso come prima della recente normalizzazione. Il continuo aumento dei tassi a lungo termine potrebbe quindi essere la naturale conseguenza di due fattori: da un lato, un'economia che finora è rimasta forte, ma dall'altro, il crescente impatto dei "bond vigilantes" alla luce dei persistenti deficit fiscali che sono insostenibili a lungo termine e non vengono affrontati dal Congresso. Se le preoccupazioni sulla sostenibilità fiscale sono state il vero motore dell'ultimo aumento dei tassi a lungo termine, non si possono escludere ulteriori picchi.

Alla luce di ciò, la decisione più saggia è quella di evitare le estremità lunghe delle curve, in attesa di una maggiore chiarezza riguardo la direzione dei tassi. Nel frattempo, la preferenza degli investitori rimane focalizzata sulle estremità brevi e medie delle curve, considerando che questi sono i segmenti che beneficiano maggiormente del taglio dei tassi da parte delle banche centrali. Chi al di fuori degli USA sta già tagliando i tassi e realisticamente continuerà a farlo, mentre la Fed potrebbe riprendere a tagliare in un futuro non troppo lontano.

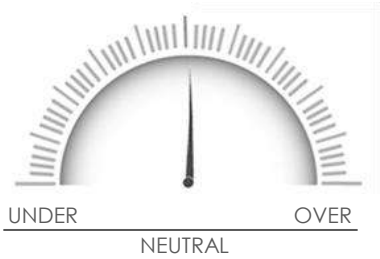
Asset Allocation View



UNDER NEUTRAL OVER

Equity

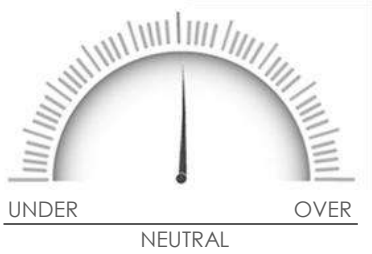
Developed Markets



View mantenuta **neutrale**, a causa della persistenza di forze opposte. Le valutazioni rimangono elevate, i tassi d'interesse a lungo termine sono in aumento e l'incertezza legata ai dazi sta riemergendo, alimentata dalla minaccia senza precedenti di imporre dazi del 50% non solo all'Europa ma anche ad Apple, la più grande azienda del mondo. Nel frattempo, i dati concreti, in particolare i dati sull'occupazione, rimangono stabili e vi sono incoraggianti segnali di miglioramento dei dati deboli. In questo contesto, continuiamo a privilegiare le azioni dei mercati globali rispetto a quelle degli Stati Uniti.

US	Europe	Japan
=	=	=

Emerging Markets

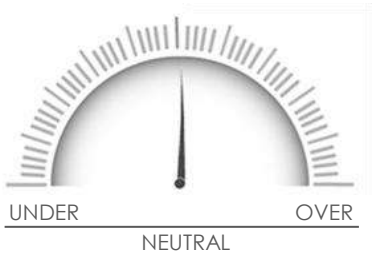


View mantenuta **neutrale**. Dopo l'impennata della tregua di 90 giorni sui dazi USA-Cina, i mercati emergenti si sono mossi lateralmente, dimostrando la loro incapacità di estendere ulteriormente il rimbalzo iniziato ad aprile. È probabile che l'incertezza sul numero di accordi che saranno finalizzati prima del 10 luglio e sui termini specifici di tali accordi continui a limitare il potenziale di rialzo. D'altro canto, un allontanamento dagli Stati Uniti potrebbe continuare a fornire venti favorevoli per i mercati emergenti.

Asia ex-Japan	EEMEA	LATAM
=	−	=

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. A seguito del recente aumento dei rendimenti, in particolare negli Stati Uniti, le curve dei rendimenti globali sono ora considerate più accurate per riflettere l'attuale contesto macroeconomico. Ciononostante, la preferenza rimane per i segmenti di breve e medio periodo della curva. Al contrario, le prospettive per i tassi a lungo termine, in particolare per le scadenze a 30 anni, sono caratterizzate da una maggiore incertezza, con una volatilità che probabilmente rimarrà elevata in entrambe le direzioni.

EU Core =	**EU Periphery** =	**US Treasury** =	**Japanese JGB** =

Developed Markets Corporate

View mantenuta in **leggero sovrapeso**. Il recente allentamento delle tensioni commerciali internazionali, insieme a una ridotta probabilità di recessione, dovrebbe portare a un restringimento degli spread creditizi. In questo contesto, continuiamo a privilegiare le obbligazioni investment grade rispetto alle obbligazioni high yield.

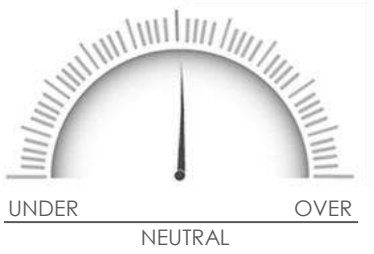
IG Europe +	**IG US** +	**HY Europe** −	**HY US** −

Emerging Markets

View alzata a **leggero sovrapeso**. Il rapido restringimento degli spread sulle obbligazioni dei mercati sviluppati rende gli spread delle obbligazioni dei mercati emergenti relativamente più interessanti rispetto alle obbligazioni con rating analogo emesse da emittenti dei mercati sviluppati. Inoltre, la continua diversificazione degli investitori internazionali al di fuori degli Stati Uniti e l'indebolimento del dollaro USA potrebbero continuare a deviare i flussi verso i mercati emergenti.

Local Currency =	**Hard Currency IG** =	**Hard Currency HY** =

Commodities



View mantenuta **neutrale.** Tra le materie prime, continuiamo a privilegiare i metalli preziosi. La correzione dai massimi recenti è stata limitata e potrebbe estendersi ulteriormente. Tuttavia, potrebbe anche indicare che la domanda sottostante di metalli preziosi rimane forte, indicando potenzialmente nuovi massimi, soprattutto se il dollaro continua a indebolirsi. La cautela è ancora giustificata per le altre materie prime, in attesa di maggiore chiarezza sulle prospettive economiche globali.

Precious +	**Energy** =	**Industrial** =	**Agricultural** =

Currencies

Dollaro US: view abbassata a **neutrale, con bias ribassista.** Il dollaro ha registrato una parziale ripresa dopo l'annuncio di una tregua commerciale tra Cina e Stati Uniti, ma il rimbalzo si è rivelato di breve durata. La debolezza di fondo del biglietto verde suggerisce che è possibile un ulteriore ribasso.

Euro: view mantenuta **neutrale.** La minaccia di un aumento dei dazi dell'UE al 50% in caso di fallimento dei negoziati, così come l'accresciuta probabilità di ulteriori tagli da parte della BCE, potrebbero pesare sull'euro. D'altro canto, la continua sovraperformance degli asset europei e la graduale riallocazione dei capitali al di fuori degli Stati Uniti dovrebbero continuare a sostenere l'euro.

Renminbi Cinese: view mantenuta **neutrale**. Grazie alla sospensione di 90 giorni dei dazi bilaterali con gli Stati Uniti, è probabile che il renminbi si stabilizzi intorno ai livelli attuali.

Valute emergenti: view alzata a **neutrale, con bias rialzista.** La riallocazione dei capitali al di fuori degli Stati Uniti potrebbe continuare a favorire i mercati emergenti, nonostante le incertezze che ancora attendono l'esito dei negoziati.

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.