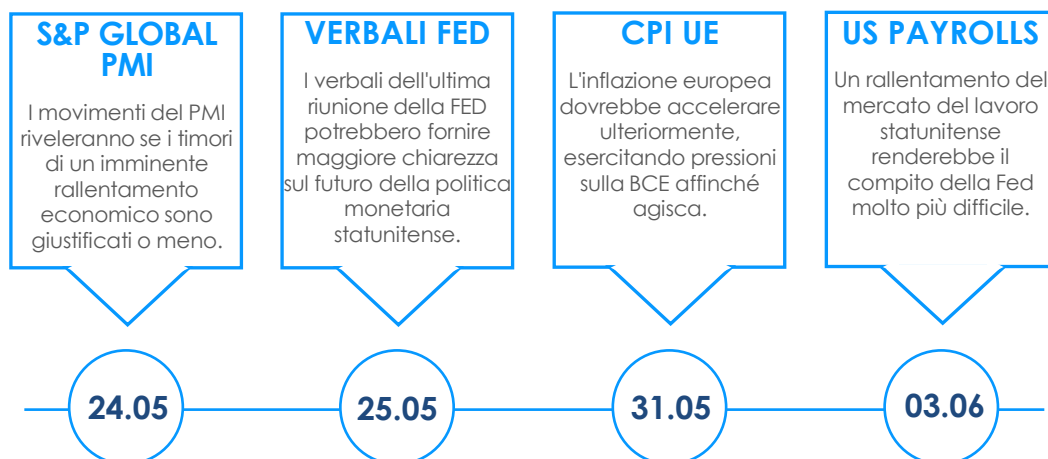


Principali Eventi

Azimut Global Network

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

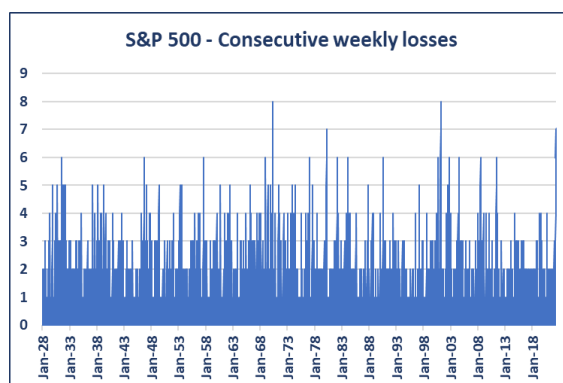


Mal di FED

- Nonostante una serie di performance negative settimanali quasi da record e condizioni di ipervenduto, la Fed e altri funzionari della banca centrale hanno mantenuto la loro posizione hawkish;
- Sull'equity hanno pesato non solo i tassi di interesse, ma anche il tracollo delle criptovalute, l'aumento del rischio percepito di un rallentamento significativo e anche i timori di una recessione;
- Nonostante la correzione sia stata severa, non ci sono chiari segnali di capitolazione ma, data la situazione di ipervenduto, è possibile che a breve temine si verifichi un rimbalzo.

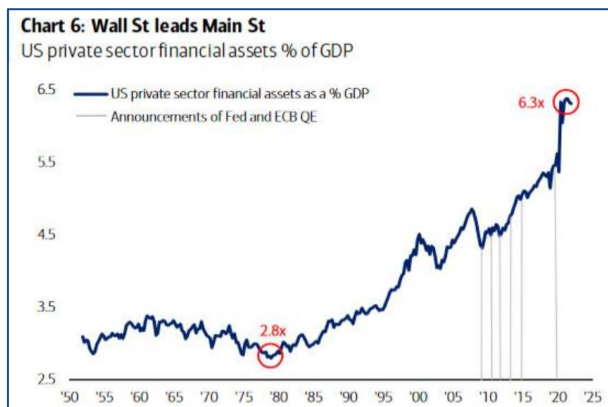
Nel report di un mese fa («Non combattere le banche centrali» del 13 aprile) avevamo discusso ampiamente delle potenziali ramificazioni del fatto che le banche centrali sarebbero potute diventare improvvisamente più aggressive sui mercati. Questo cambio di posizione è stato particolarmente evidente negli Stati Uniti dove non solo gli attuali membri della Fed, ma anche gli ex governatori (più liberi di parlare apertamente), hanno affermato che erano necessarie condizioni finanziarie più rigide e che i mercati avrebbero dovuto correggere perché questo si realizzasse.

Ad oggi, il mercato ha registrato per le **7a settimana consecutiva un calo**, la serie di ribassi più lunga in oltre due decenni. Gli altri tre casi in cui il mercato ha corretto per sette o più settimane consecutive si sono verificati dopo la Bolla delle Dot-com e durante periodi di tassi di interesse in forte aumento negli anni '70 e '80. Queste condizioni sono simili a quelle odierne (valutazioni elevate, in particolare per i titoli growth, e tassi in aumento).

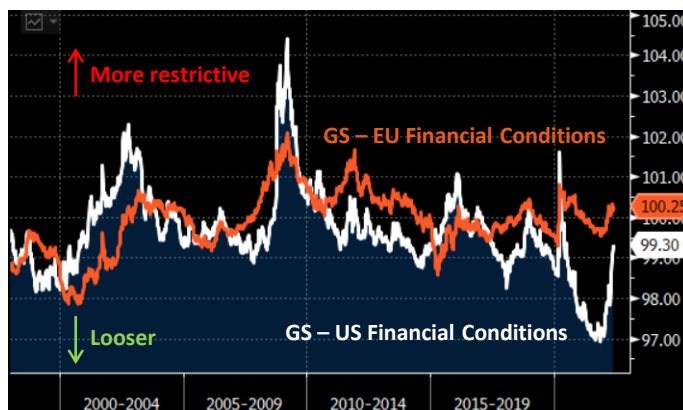


Fonte: Bloomberg, Azimut Elaborations

Mal di Fed (continua)



Fonte: BofA Global Investment Strategy, Harver

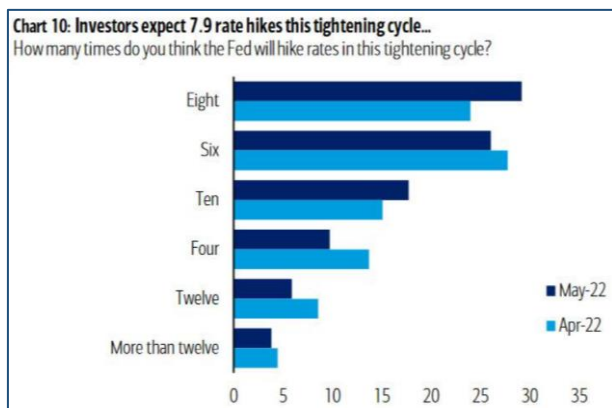


Fonte: Bloomberg

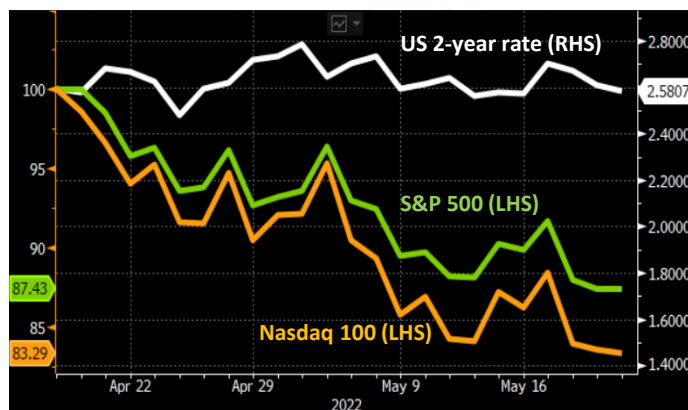
Se la Fed vuole davvero essere efficace nel contenere l'inflazione, non ha altra scelta che **inasprire le condizioni finanziarie**, considerando il fatto che negli ultimi anni la ratio asset finanziari/PIL è fortemente aumentata soprattutto per effetto delle politiche monetarie attuate dalle principali banche centrali (politiche con tassi d'interesse a 0 o inferiore e diverse migliaia di miliardi di liquidità iniettata tramite QE).

Nonostante la drammatica correzione delle ultime settimane dei mercati, le condizioni finanziarie negli Stati Uniti e in Europa sono ancora su livelli neutrali/accomodanti. Questo spiega perché i governatori di **Fed e BCE continuano a sostenere politiche monetarie sempre più restrittive**, indipendentemente da ciò che sta accadendo sui mercati. La scorsa settimana Powell ha ribadito il suo impegno a combattere l'inflazione, dicendo che non si fermerà fino a quando non ci saranno prove «chiare e convincenti» che sta rallentando e - se necessario- non esiterà ad aumentare i tassi al di sopra del livello neutro (stimato intorno al 2,5%). Ha anche affermato che «il processo di riduzione dell'inflazione al 2% causerà un po' di dolore, ma la cosa più dolorosa sarebbe stata non riuscire ad affrontarla e che quindi l'inflazione si radicasse nell'economia a livelli elevati». **Powell ha anche reintrodotta la possibilità di alzare i tassi fino a 75 punti base per incontro**, dicendo «se le cose vanno meglio del previsto, siamo disposti a fare di meno. Se le cose tarderanno rispetto a quanto previsto, siamo disposti a fare di più». In **Europa**, alcuni membri della BCE hanno accennato alla possibilità di alzare i tassi già a giugno, non escludendo **rialzi di 50 punti base per riunione**.

Nonostante gli sforzi della Fed per convincere il mercato che questo ciclo di rialzo dei tassi sarà significativo, circa 2/3 degli investitori ritiene che la banca centrale statunitense farà «solo» da 4 a 8 aumenti di 25 punti base (corrispondenti ad aumenti totali compresi tra l'1% e il 2%). Tuttavia, è improbabile che i tassi di interesse siano l'unico motivo delle recenti correzioni. **I tassi di interesse a 2 anni sono invariati rispetto a un mese fa, mentre l'S&P 500 è in calo del 12,5% e il NASDAQ 100 è in calo di quasi il 17%.**



Fonte: BofA Global Fund Manager Survey



Fonte: Bloomberg

Mal di Fed (continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

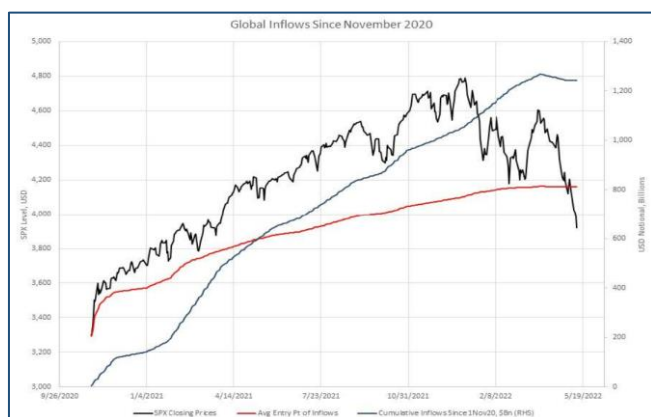
Anche il crash delle **criptovalute** ha avuto un impatto negativo. Il tracollo delle monete digitali è iniziato dopo la riunione della Fed all'inizio di maggio e il colpo di grazia è arrivato la settimana successiva causando il disancoraggio della stable-coin TerraUSD, o «Terra», dal dollaro. La moneta collegata Luna - che avrebbe dovuto mantenere il rapporto 1:1 di TerraUSD con il dollaro - è crollata praticamente a zero in pochi giorni. La moneta TerraUSD è scambiata a circa il 6%, rispetto al suo valore teorico di 1\$.

Prima del tracollo, Terra-Luna aveva una capitalizzazione di mercato combinata di circa 60 miliardi di dollari. Si trattava già di somme significative e gli effetti si sono fatti sentire anche su altre importanti criptovalute, con Bitcoin ed Ethereum che hanno perso circa un terzo del loro valore nel mese di maggio.

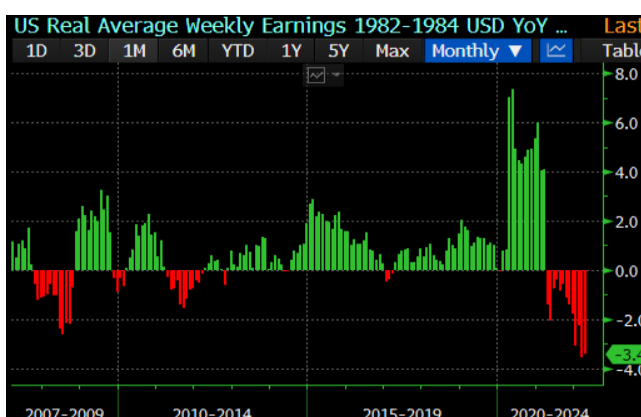
Inoltre, considerando che le criptovalute sono detenute principalmente (ma non più esclusivamente) dagli investitori retail, questa violenta correzione delle valute digitali ha intensificato la correzione delle azioni preferite dai trader retail, molte delle quali sono scese di almeno il 50% dall'inizio del anno. Più in generale, è probabile che **questi eventi abbiano portato a stop loss e richieste di margini, contribuendo al ribasso del mercato.**

Infine, i mercati hanno scontato un rischio crescente riguardante il fatto che nella seconda metà dell'anno l'economia rallenti più del previsto. La distruzione di ricchezza provocata dalle diffuse correzioni nell'ultimo mese e mezzo può limitare ulteriormente la capacità di spesa dei consumatori, che stanno già affrontando una significativa contrazione del loro potere d'acquisto.

Si stima infatti che il prezzo medio dei flussi entrati in borsa da novembre 2020 sia leggermente inferiore al livello 4200 dell'S&P500. Con la chiusura di venerdì a 3900, coloro che hanno investito nell'ultimo anno e mezzo, in media, devono affrontare una perdita sugli investimenti. In termini di potere d'acquisto, mentre **i salari stanno aumentando al tasso più veloce degli ultimi anni, non riescono a tenere il passo con l'inflazione**, con conseguente variazione anno su anno dei salari reali che sta diventando sempre più negativa.

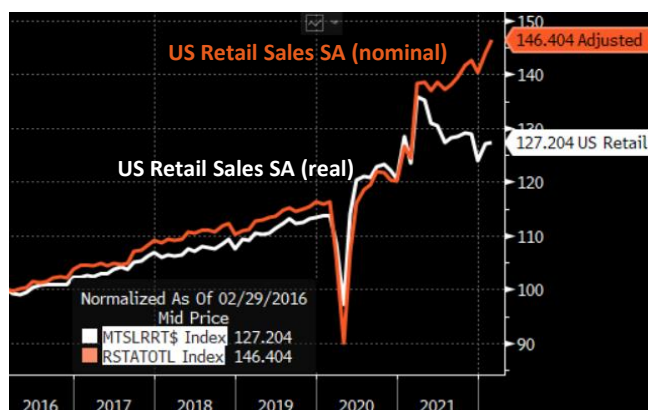


Fonte: Goldman Sachs



Fonte: Bloomberg

Mal di Fed (continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Factset, Goldman Sachs Global Investment Research

Non sorprende che, sebbene le **vendite retail** continuino a crescere a un ritmo rapido in termini nominali, abbiano registrato, dopo l'approvazione dei due massicci pacchetti di incentivi fiscali a dicembre 2020 e marzo 2021, una **tendenza al ribasso in termini reali**. Questa divergenza dimostra che **i consumatori stanno vivendo sempre più al di sotto del loro tenore di vita**, e più a lungo persiste l'inflazione, maggiore è il rischio di una contrazione economica. Di conseguenza, la scorsa settimana Walmart, Target e altri rivenditori hanno riportato un calo delle vendite rispetto al passato, poiché le pressioni inflazionistiche hanno ridotto le previsioni di profitto nei loro report trimestrali più recenti.

Nelle ultime settimane, il mercato ha iniziato a prendere atto di questi scenari più cupi, con i titoli ciclici che hanno sottoperformato notevolmente i titoli difensivi. Storicamente, gli indici PMI sono fortemente correlati al rapporto azioni cicliche VS difensive. Ai livelli attuali, gli indici PMI dovrebbero presto scendere al di sotto della soglia dei 50 punti che tipicamente costituisce lo **spartiacque tra espansione e recessione**.

Secondo un sondaggio della CNN, il rischio di un rallentamento economico più o meno pronunciato è percepito sempre più come reale «il 68% degli amministratori delegati intervistati dal Conference Board ritiene che la guerra inflazionistica della Fed alla fine porterà ad una recessione. [...] la buona notizia è che solo l'11% dei CEO si aspetta un cosiddetto hard landing, che si tradurrebbe in una profonda recessione, mentre il resto prevede una recessione «brevissima, lieve»».

Tutti i fattori appena esaminati hanno contribuito alla recente flessione. La cosa più importante ora è cercare di prevedere cosa accadrà nel breve e medio termine.

Da un lato, gli indicatori di stress suggeriscono che, sebbene il calo sia stato grave, normalmente **non sono mai state raggiunte situazioni di stress estremo** associate alle capitolazioni del mercato. L'analisi dei flussi di fondi suggerisce inoltre che **si è lontani da una capitolazione**, almeno per quanto riguarda l'equity. Come riporta BofA, da aprile 2020 per ogni \$ 100 di afflusso verso il debito investment grade/high yield/mercati emergenti, sono stati riscattati \$ 27; da gennaio 2021 per ogni \$ 100 di afflussi verso le azioni globali, sono stati riscattati solo \$ 4.

D'altra parte, la **situazione di forte ipervenduto** e la serie di cali settimanali quasi da record suggeriscono che **un rimbalzo a breve termine sia possibile**. Goldman Sachs fornisce anche alcuni dati incoraggianti, affermando che «nei primi 89 giorni di negoziazione del 2022, l'S&P500 è in calo del -16,05%». Solo il 1932 ha avuto un inizio di anno peggiore in 90 anni (-25,99%). Il rendimento mediano per il resto dell'anno dei primi 10 peggiori inizi dell'anno è del +8,20%.

Nei primi 89 giorni di negoziazione del 2022, l'indice Bloomberg US Aggregate è in calo del -9,89%, peggior inizio di un anno dal 1989. Per contestualizzare: il secondo peggior anno mai registrato è stato il 1994 (-4,98%), oggi è circa il doppio. Il rendimento mediano per il resto dell'anno dei primi 10 peggiori inizi d'anno è del +5,61% (+9/10%).

La previsione è diventata molto più difficile rispetto al passato a causa dell'eccezionalità degli eventi degli ultimi anni, che vanno dalla pandemia alle misure fiscali e monetarie straordinarie. **La prudenza è ancora necessaria e nel caso in cui il mercato azionario registrerà un bel rimbalzo, un alleggerimento delle posizioni potrebbe essere appropriato per coloro che sono sovraesposti all'equity.**

Asset Allocation View



Equity

Developed Markets

Emerging Markets

Fixed Income

Developed Markets Sovereign

Developed Markets Corporate

Emerging Markets

Commodities

Currencies

Segue commento



UNDER



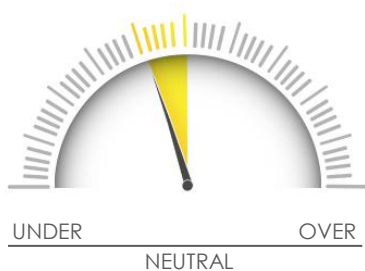
NEUTRAL



OVER

Equity

Developed Markets



View portata a **leggero sottopeso**. I mercati finanziari sono stati colpiti dall'effetto combinato di banche centrali sempre più restrittive, problemi con le criptovalute e crescenti timori di un rallentamento economico, come ampiamente elaborato nell'introduzione. A seguito di questi estesi ribassi, si ritiene possibile un rimbalzo a breve termine, che richiede di ridurre tatticamente la raccomandazione di sottopeso per trarre vantaggio da qualsiasi rialzo per ridurre ulteriormente l'esposizione azionaria. In termini geografici, la view è diventata più negativa sull'Europa.

US



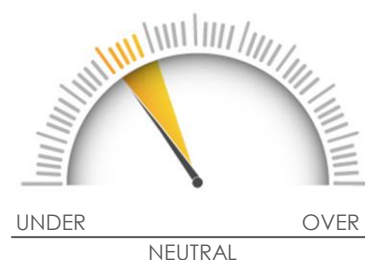
Europe



Japan



Emerging Markets



View mantenuta in **sottopeso**. Le banche centrali hawkish, gli aumenti dei tassi nominali nei paesi sviluppati e le tensioni geopolitiche giustificano una posizione prudente sui mercati emergenti. Si rimane diffidenti nei confronti della Cina, non solo perché la politica zero-Covid appare troppo aggressiva data la portata del contagio, ma anche perché le azioni monetarie e fiscali annunciate finora non sono ancora considerate sufficientemente ampie per essere veramente efficaci. Il nostro suggerimento per i clienti che sono in sottopeso o correttamente esposti alla Cina è di continuare ad accumulare peso in un'ottica di medio-lungo termine.

Asia ex-Japan



EEMEA



LATAM



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. I tassi di interesse sono aumentati notevolmente nelle ultime settimane in tutto il mondo, raggiungendo livelli dai quali è possibile un ritracciamento a breve termine, quindi si è ancora momentaneamente positivi. Tuttavia, si pensa che la curva dei rendimenti continuerà a salire nel medio e lungo termine a causa dell'inflazione incontrollata e delle banche centrali sempre più aggressive. Si continuano a privilegiare i titoli di Stato a breve termine come bene rifugio, perché offrono ribassi limitati. Per quanto riguarda le curve dei rendimenti, si sta diventando negativi sulle obbligazioni core europee.

EU Core



EU Periphery



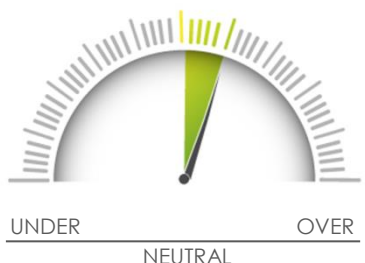
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La decisione di mantenere tale raccomandazione è motivata principalmente dal fatto che gli spread non hanno ancora raggiunto livelli sufficientemente appetibili alla luce delle numerose preoccupazioni che ci troviamo attualmente di fronte (potenziale rallentamento economico, banche centrali hawkish e rischi geopolitici). Nello spazio corporate si preferiscono le obbligazioni societarie di qualità elevata a breve termine in quanto sono meno vulnerabili ai rischi di duration e/o spread. Si rimane prudenti sulle obbligazioni high yield.

IG Europe



IG US



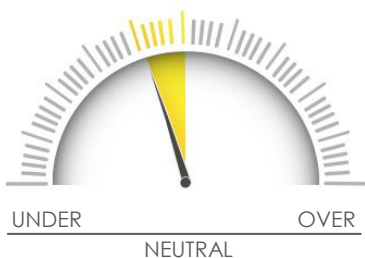
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta il **leggero sottopeso**. Nonostante gli spread abbiano raggiunto livelli elevati, è ragionevole aspettarsi che le obbligazioni dei mercati in via di sviluppo rimarranno sotto stress fintanto che le banche centrali occidentali continueranno a rilasciare dichiarazioni sempre più aggressive.

Local Currency



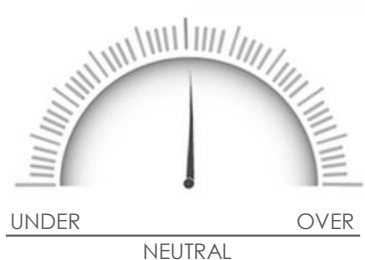
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta **neutrale**. Data la volontà delle banche centrali di combattere l'inflazione e il blocco della Cina, i rischi di un rallentamento nel secondo semestre si sono moltiplicati. Alla luce degli eventi in corso in Ucraina, si continuano a preferire i metalli preziosi alle materie prime, in considerazione del loro status di rifugio sicuro. Si ha una visione relativamente costruttiva delle materie prime agricole, che si ritiene possano rimanere forti di fronte ad interruzioni dell'offerta. Si rimane cauti riguardo alle altre merci.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale**. Dopo la forte sovraperformance rispetto alle principali valute, supportata dall'allargamento dei differenziali di tasso e dalle crescenti preoccupazioni nel resto del mondo, è sempre più probabile che il dollaro USA possa subire un ritracciamento nel breve termine.

Euro: view mantenuta **neutrale**. Oltre ad un fisiologico rimbalzo nei confronti del dollaro dopo il forte calo degli ultimi tre mesi, l'euro potrebbe beneficiare di una possibile accelerazione dell'inflazione europea. In tal caso, il mercato sarebbe costretto a scontare azioni audaci da parte della BCE, riducendo così il differenziale di tasso con il dollaro.

Renminbi cinese: view aumentata a **neutrale**. Le autorità monetarie cinesi hanno recentemente implementato alcune misure a sostegno dei mercati che potrebbero rimanere in essere per qualche tempo. Di conseguenza, il renminbi potrebbe stabilizzarsi a breve termine.

Valute emergenti: view mantenuta neutrale.

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.