

## Principali eventi

### 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



## Il tetto del debito

- **A quanto pare, è stato raggiunto un accordo bilaterale per aumentare il tetto del debito prima del 5 giugno, data in cui si sarebbe potuto verificare un default tecnico degli Stati Uniti.**
- **La reintegrazione del Treasury General Account, insieme al QT della Fed, porterà ad un significativo drenaggio di liquidità nei prossimi mesi.**
- **Ciò potrebbe avere conseguenze negative sui mercati finanziari e portare nuovamente ad un calo dei depositi bancari.**

Come di consueto, il dibattito sull'innalzamento del tetto del debito negli Stati Uniti sembra concludersi positivamente, esattamente alla vigilia della data in cui è probabile che si sarebbe verificato un default sovrano. Nessuna delle due parti vuole correre il rischio di essere associata a tale evento, che potrebbe avere conseguenze catastrofiche per il Paese. Ciò è ancora più vero se si considera che manca un anno e mezzo alle prossime elezioni e nessun membro del Congresso è disposto a rischiare il proprio seggio.

Poiché l'obiettivo di questo report è analizzare le conseguenze per i mercati finanziari, non ci addentreremo nei dettagli dell'accordo, ma ci limiteremo a riassumere i punti più salienti. L'accordo sospende il tetto del debito fino al 1° gennaio 2025, subito dopo le elezioni del prossimo anno e poco prima dell'insediamento del nuovo Presidente.

Il tetto del debito tornerà in vigore il 1° gennaio 2025 e corrisponderà al valore del debito pubblico statunitense in quello stesso giorno. Ciò significa che Biden non dovrà più affrontare un dibattito sul tema finché sarà Presidente e passerà la responsabilità alla prossima amministrazione. La nuova amministrazione avrà qualche settimana o mese di tempo prima di rischiare nuovamente un default sovrano, poiché il Treasury General Account (o "TGA") presso la Fed avrà un saldo positivo che potrà essere utilizzato dal Tesoro per far fronte ai propri obblighi.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Il compromesso include una serie di tagli alla spesa (soprattutto alla spesa militare, ai buoni pasto e ai fondi per il fisco) che sono inferiori a quelli sperati dai repubblicani, ma meno profondi di quelli temuti dai democratici, consentendo ad entrambe le parti di presentare l'accordo come una vittoria (preservare la stabilità fiscale per i repubblicani e preservare la spesa per i lavoratori a basso reddito per i democratici). Anche l'impatto sul deficit degli Stati Uniti è discordante: i repubblicani prevedono un risparmio di duemila miliardi nei prossimi dieci anni, mentre i democratici si aspettano solo la metà.

Indipendentemente dalla stima corretta, ciò che conta è che l'accordo porterà ad una riduzione della spesa pubblica. Poiché la spesa pubblica è una delle componenti del PIL, ciò significa che nei prossimi trimestri il governo avrà un impatto recessivo sull'economia: la riduzione della spesa pubblica corrisponde a una minore domanda e, poiché domanda = offerta = PIL, l'impatto sul PIL sarà negativo. Considerando i crescenti rischi di recessione che stanno già emergendo e di cui abbiamo parlato nel precedente report, questo non è certo il momento migliore per attuare un taglio della spesa pubblica.

Ora passiamo però alle conseguenze dirette sui mercati finanziari. Come si può vedere dal grafico in alto a sinistra, da quando è stato raggiunto il tetto del debito, il saldo del TGA è diminuito costantemente, passando da circa 500 miliardi di dollari a febbraio a quasi 62 miliardi di dollari oggi. Un calo del TGA ha lo stesso effetto del QE: la liquidità nel sistema aumenta. Prendendo come esempio il periodo in esame, quando un titolo di Stato giungeva a scadenza, il Tesoro statunitense si limitava a riscattarlo, non potendo emettere nuovo debito. In pratica, il Tesoro ritirava un titolo di Stato dal sistema e immetteva liquidità (il valore del capitale).

Più o meno nello stesso periodo, anche la Federal Reserve ha dovuto immettere liquidità nel sistema a causa della crisi bancaria iniziata a marzo. Dopo il fallimento della Silicon Valley Bank, la Fed ha dovuto creare un nuovo programma, il «Bank Term Funding Program» (BTFP), che consente alle banche statunitensi di prendere in prestito importi illimitati a condizioni favorevoli. Come si può osservare dal grafico in alto a destra, questo programma ha fatto sì che il bilancio della Federal Reserve si espandesse di circa 400 miliardi di dollari, invertendo temporaneamente la tendenza al ribasso dovuta al QT in corso. Come sostenuto nei report precedenti, l'aumento di liquidità dovuto al BTFP non ha gli stessi effetti diretti sui mercati di un vero e proprio QE, poiché non vengono acquistati asset finanziari sul mercato, ma vengono sostenute le banche in difficoltà. Tuttavia, in assenza del programma, le banche avrebbero in qualche modo dovuto raccogliere liquidità sul mercato in quantità equivalenti. Si può quindi affermare che anche il BTFP ha avuto, per certi versi, un effetto simile a quello di un QE.

Complessivamente, in poco più di tre mesi, il mercato ha beneficiato di iniezioni di liquidità inaspettate per quasi 900 miliardi di dollari, che hanno più che compensato i circa 300 miliardi di dollari di QT (95 miliardi al mese) che la Fed ha continuato ad attuare nel frattempo. Negli ultimi quattro mesi, quindi, il mercato ha beneficiato di iniezioni nette di liquidità per circa 600 miliardi di dollari.

Ora però che sembra essere stato raggiunto un accordo sull'innalzamento del tetto del debito, questa tendenza si invertirà. Le ultime volte in cui il tetto del debito è stato aumentato, il governo ha riportato il TGA a valori compresi tra 500 e 1.000 miliardi di dollari.

## (continua)

Le proiezioni diffuse dal governo all'inizio di maggio (<https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy1453>) sulle stime di indebitamento per i trimestri che si concludono a giugno e settembre (ipotizzando implicitamente un innalzamento del tetto del debito) indicano che il saldo del TGA alla fine di tali trimestri dovrebbe essere rispettivamente di circa 550 e 600 miliardi di dollari. Tenendo conto del debito necessario per coprire il disavanzo fiscale in corso, le emissioni nette (titoli di Stato emessi meno titoli di Stato rimborsati) dovrebbero essere pari a 726 miliardi di dollari nel trimestre aprile-giugno (tutti emessi a giugno, poiché il governo non può emettere nuovo debito fino all'approvazione della legge sul tetto del debito) e 733 miliardi di dollari nel trimestre luglio-settembre.

Considerando che la Federal Reserve continuerà il suo QT al ritmo di 95 miliardi di dollari al mese, nei quattro mesi che precedono la fine di settembre, il mercato si troverà ad affrontare un drenaggio di liquidità di circa 2.000 miliardi di dollari: 1.550 miliardi di dollari dovuti alle emissioni nette del governo e quasi 400 miliardi di dollari dovuti al QT della Fed.

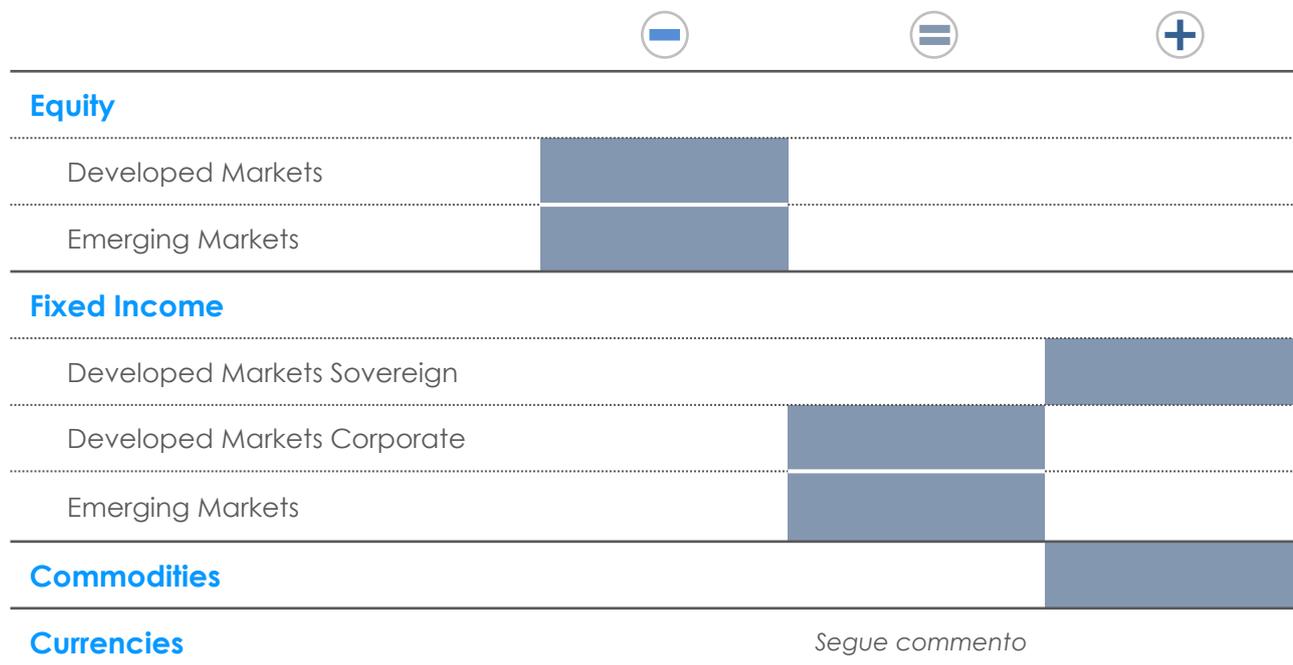
Tuttavia, le conseguenze non sono necessariamente limitate ai soli mercati finanziari. Una simile fuga di liquidità potrebbe mettere nuovamente sotto stress il sistema bancario statunitense. Come spiegato in precedenza, quando il TGA scende, il governo trasferisce liquidità al sistema (attraverso il rimborso di titoli di Stato a privati e imprese), che si trasforma in depositi. L'opposto accade quando il TGA sale. La reintegrazione del TGA aggiungerà quindi ulteriore stress al sistema bancario, che già deve far fronte a deflussi dai conti correnti verso i fondi del mercato monetario. È quindi probabile che nei prossimi mesi si assista ad una nuova pressione sul sistema bancario statunitense.

Per quanto riguarda l'effetto netto sulla liquidità disponibile sul mercato, molto dipenderà dalla quota di nuove emissioni che verrà assorbita dai fondi del mercato monetario. Senza entrare in dettagli complicati, negli ultimi mesi i fondi del mercato monetario hanno aumentato la loro allocazione alla Overnight Reverse Repo Facility (ON RRP) con la Fed, un'allocazione alternativa all'acquisto di buoni del Tesoro. Considerando che la reintegrazione del TGA dovrebbe avvenire principalmente attraverso l'emissione di buoni e non di obbligazioni, si può prevedere che i rendimenti dei buoni a breve termine aumenteranno la loro competitività rispetto al tasso offerto dall'ON RRP. Pertanto, una parte dell'aumento del TGA (e del conseguente drenaggio di liquidità) dovrebbe essere assorbita dai fondi del mercato monetario.

Dei circa duemila miliardi di liquidità in uscita a causa della ricostituzione del TGA e del QT in corso, di cui si è parlato sopra, si stima che l'effettiva riduzione di liquidità per il mercato possa essere di «soli» 1000-1.500 miliardi di dollari se i fondi del mercato monetario si appropriano effettivamente di una quota delle nuove emissioni. Tuttavia, questo calo di liquidità sarà circa il doppio dell'iniezione di liquidità che si è verificata negli ultimi quattro mesi.

Pertanto, il raggiungimento di un accordo per l'innalzamento del tetto del debito è certamente uno sviluppo positivo per i mercati, in quanto elimina il rischio di un default tecnico, che avrebbe avuto conseguenze disastrose. Tuttavia, per i mercati finanziari, i mesi a venire potrebbero rivelarsi più complicati del previsto.

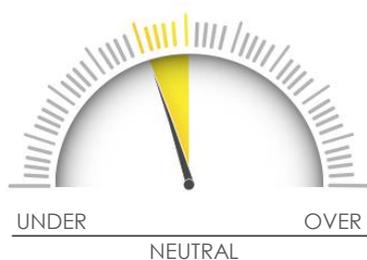
# Asset Allocation View



UNDER   
 NEUTRAL   
 OVER

## Equity

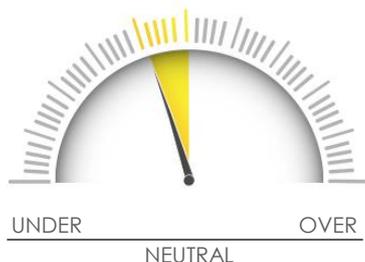
### Developed Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso** in quanto le valutazioni e la probabilità di recessione rimangono elevate. Inoltre, dato che il rialzo delle ultime settimane è stato principalmente trainato da titoli ipercomprati, sembra poco probabile che ci siano ulteriori rialzi, almeno nel breve periodo. Anche la notizia (da confermare) dell'accordo sul tetto del debito potrebbe rivelarsi il classico «Buy the rumors and sell the news» (acquistare le voci e vendere le notizie). Inoltre, come illustrato nel prologo, un accordo non è necessariamente uno sviluppo positivo per i mercati a causa del drenaggio della liquidità atteso nelle prossime settimane.

US     
 Europe     
 Japan

### Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. In Asia siamo diventati più positivi sull'India e più cauti sulla Cina, dove i dati macroeconomici e le relazioni societarie indicano un deterioramento dell'economia più marcato del previsto. Abbiamo inoltre aggiornato positivamente la view sull'America Latina, poiché i numeri relativi alla crescita in Messico sono piuttosto robusti e Lula (presidente del Brasile) sta attuando a sorpresa politiche più moderate rispetto al passato.

Asia ex-Japan     
 EEMEA     
 LATAM

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La strategia della Fed di spingere il mercato ad accettare l'improbabilità di un taglio dei tassi d'interesse prima del prossimo anno sta iniziando a dare frutti. Insieme ai dati macroeconomici che non mostrano segnali evidenti di un rallentamento in corso, nelle ultime settimane le curve a livello globale si sono spostate verso l'alto di qualche decina di punti base. Per questo motivo i tassi risk-free stanno tornando a livelli più interessanti. In caso di ulteriori aumenti simili, i tassi raggiungerebbero un livello tale da rendere opportuno un aumento della duration di portafoglio.

EU Core



EU Periphery



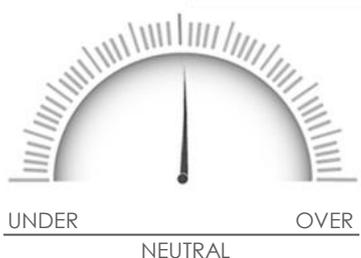
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta **neutrale** in quanto la fine del ciclo di crescita americano elimina in larga misura il rischio di duration. Siamo leggermente più cauti sulle obbligazioni corporate rispetto ai titoli di Stato, a causa degli spread ancora relativamente ridotti alla luce dei crescenti rischi di rallentamento o recessione, mentre vediamo alcune opportunità nelle obbligazioni subordinate o ibride. Continuiamo a ritenere che le obbligazioni corporate high yield presentino le peggiori prospettive di rischio/rendimento.

IG Europe



IG US



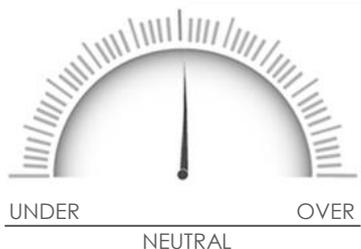
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. La probabile fine del ciclo di rialzo dei tassi della Fed ed il significativo ampliamento degli spread negli ultimi mesi dovrebbero compensare il crescente rischio di recessione a livello globale.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. I metalli continuano a rappresentare un bene rifugio in un periodo caratterizzato da forti tensioni geopolitiche, dalla crisi bancaria in corso e dalla irrisolta questione (seppur in miglioramento) del tetto del debito. Manteniamo un approccio più cauto sulle materie prime non preziose a causa del rischio di rallentamento o recessione globale.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view mantenuta **neutrale**. I dati macroeconomici americani migliori del previsto stanno spingendo al rialzo i tassi d'interesse a breve e medio termine, con ricadute positive sul dollaro.

**Euro:** view mantenuta **neutrale**. A differenza degli Stati Uniti, in Europa i dati macroeconomici sono peggiori del previsto ed il continuo crollo dei prezzi del gas potrebbe favorire una riduzione un po' più rapida dell'inflazione. Questo potrebbe indurre la BCE a terminare prima il ciclo di rialzi dei tassi e ad un livello più basso di quanto visto in precedenza, il che potrebbe avere un impatto negativo sull'euro.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **neutrale con un bias ribassista** in considerazione dei dati economici cinesi molto più deboli del previsto, che suggeriscono la necessità di un allentamento monetario per sostenere l'economia.

**Valute emergenti:** View mantenuta **neutrale** sulla maggior parte delle valute emergenti. Tuttavia, siamo più costruttivi sulle valute dell'America Latina che potrebbero beneficiare di alcuni dei tassi di interessi reali più alti del mondo.

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. È 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.