

## 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



## Implicazioni a lungo termine dei tassi elevati

- **Alla riunione di Jackson Hole, le banche centrali non hanno fornito indicazioni sull'evoluzione della politica monetaria per i prossimi mesi.**
- **La necessità di mantenere una politica monetaria restrittiva per un periodo di tempo prolungato è l'unico messaggio che è stato sottolineato da tutte le banche centrali.**
- **L'aumento dei tassi interesserà tutti, individui, aziende e governi, ma i più colpiti potrebbero essere questi ultimi a causa del deterioramento delle finanze pubbliche verificatosi dopo la Grande Crisi Finanziaria.**

A differenza dell'anno scorso, l'incontro annuale della banca centrale a Jackson Hole è stato poco movimentato. Le aspettative degli operatori di mercato erano incentrate sull'ottenimento di chiarimenti sul futuro del percorso di politica monetaria della Fed.

Prima della riunione si è ipotizzato che Powell potesse indicare che il «tasso neutrale» (il tasso teorico che non dovrebbe né stimolare né frenare la crescita economica) potrebbe essere aumentato in seguito ai recenti episodi di pandemia e inflazione. In tal caso, l'implicazione sarebbe stata che i tassi di interesse avrebbero dovuto essere aumentati di più, perché più alto è il tasso neutrale, più alto deve essere il tasso ufficiale.

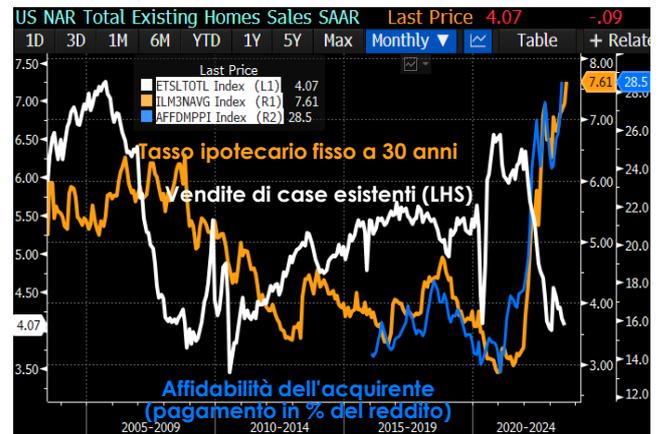
Powell ha invece affermato che stimare il livello reale del tasso neutrale, anche per una banca centrale, è estremamente difficile. Tuttavia, ha fatto una dichiarazione con implicazioni praticamente simili, ovvero che **l'obiettivo della banca centrale è riportare l'inflazione al 2%**. Dato il recente aumento dell'inflazione, molti si aspettavano che la Fed tollerasse per un certo periodo un obiettivo di inflazione un po' più alto, pari a circa il 3%, senza puntare esplicitamente a un ritorno al 2%.

Il fatto che Powell abbia ribadito che l'obiettivo è il 2% implica che **la politica monetaria dovrà rimanere restrittiva a lungo** e che non ci si deve aspettare un allentamento nel breve o medio termine.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Powell ha poi avvertito che «ulteriori prove di una crescita persistentemente al di sopra del trend potrebbero mettere a rischio ulteriori progressi sull'inflazione e giustificare un ulteriore inasprimento della politica monetaria», ma che «procederà con cautela» nel decidere se alzare nuovamente i tassi. La Banca d'Inghilterra è l'unica banca centrale che si è impegnata a continuare ad alzare i tassi, mentre la Lagarde non si è impegnata in tal senso, lasciando aperta la porta a una pausa a settembre, che sembra sempre più plausibile considerando il rallentamento in corso in Europa. La BoJ, invece, ha dichiarato che il Giappone ha ancora bisogno che i tassi rimangano all'attuale livello (basso).

Sebbene la riunione di Jackson Hole non abbia eliminato le incertezze su cosa faranno le banche centrali nelle loro prossime riunioni, è stato affermato in maniera unanime che **i tassi dovranno rimanere al livello attuale o superiore per un periodo di tempo considerevole** al fine di combattere completamente l'inflazione.

Tuttavia, tassi elevati per un periodo di tempo prolungato rischiano di avere un impatto negativo sulla crescita economica e sulla stabilità finanziaria. Va notato che il debito in essere è salito bruscamente nell'ultimo decennio, in gran parte a causa della percezione che, con i tassi a zero, il debito non fosse né costoso né oneroso.

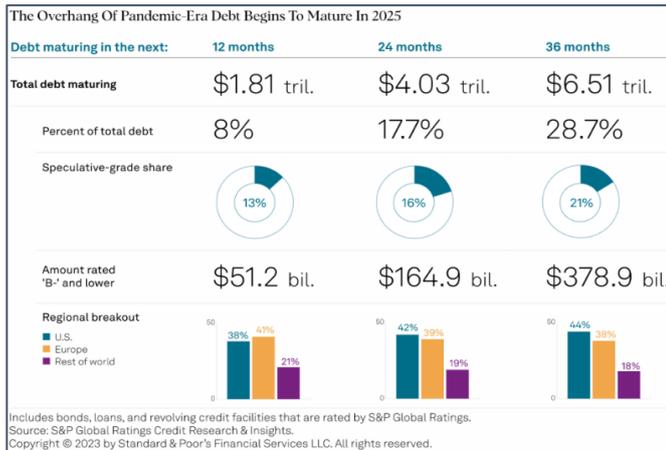
Le persone si trovano ad affrontare un calo del reddito disponibile per i consumi, mentre il costo del debito aumenta. Per quanto riguarda il credito rotativo, che comprende le carte di credito, questo è salito a nuovi massimi con il progressivo esaurirsi dello stimolo fiscale del 2020-2021. Negli ultimi due anni, il tasso delle carte di credito è aumentato del 5% (in linea con i tassi ufficiali), raggiungendo il 22%, ben oltre il livello del 13%-15% che prevaleva quando i tassi ufficiali negli Stati Uniti erano a zero.

Per quanto riguarda il **settore immobiliare**, i tassi ipotecari a 30 anni sono più che raddoppiati rispetto ai minimi, raggiungendo il livello più alto dal 2000. Sebbene la stragrande maggioranza dei mutui negli Stati Uniti sia a tasso fisso, l'impatto sul reddito disponibile (in aggregato) è piuttosto limitato per il momento, e l'acquisto di una casa sta diventando sempre più costoso. L'accessibilità per gli acquirenti di case è ai minimi storici: con l'impennata dei prezzi degli immobili e dei tassi ipotecari, i pagamenti mensili hanno raggiunto quasi il 30% del reddito, quasi raddoppiando il livello di due anni fa. Non sorprende che le vendite di case esistenti, che rappresentano il 90% delle transazioni immobiliari statunitensi, siano calate precipitosamente a un ritmo non dissimile da quello del 2007.

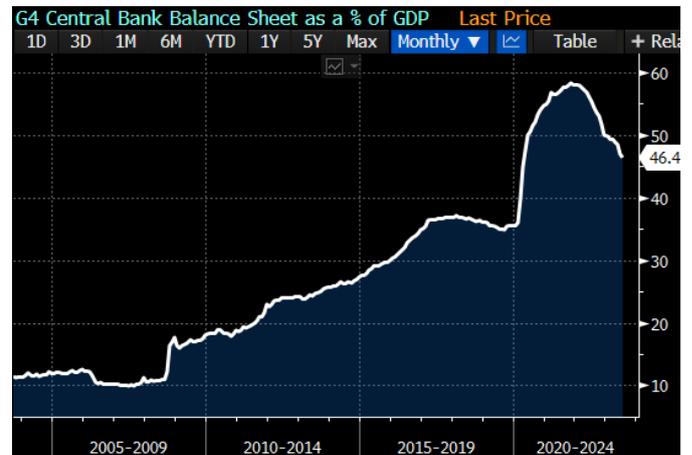
L'eliminazione delle iniziative di riduzione dei prestiti agli studenti avrà un impatto anche sul reddito disponibile dei consumatori. Dal marzo 2020, i debiti studenteschi per un totale di oltre 1.300 miliardi di dollari sono stati congelati, con tassi di interesse azzerati. I mutuatari dovranno ricominciare a pagare, in media poche centinaia di dollari al mese, a partire da ottobre.

Al contrario, **le imprese hanno tratto il massimo vantaggio** dalle politiche monetarie ultra-allentate dell'era post-pandemia, bloccando i rendimenti ai minimi per diversi anni. Dopo il marzo 2020, le aziende hanno emesso quantità significative di debito per approfittare delle massicce iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali e del disperato bisogno degli investitori di impiegare quel denaro. Di conseguenza, entro il 2025 sarà giunto a scadenza solo un quinto del debito societario esistente.

(continua)



Fonte: Speculators Anonymous, S&P Global. Data as of April 2023



Fonte: Bloomberg

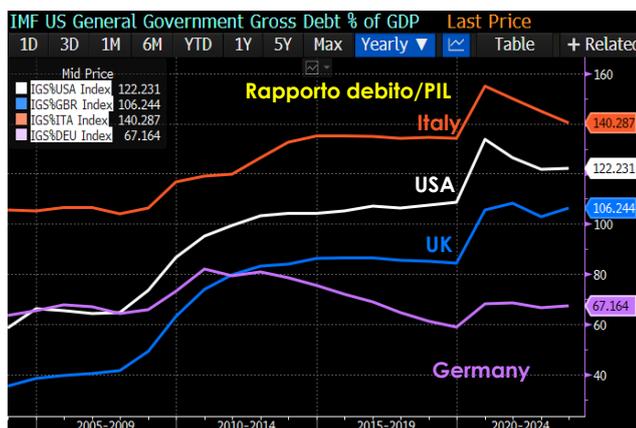
Tuttavia, è ancora possibile che queste riserve di liquidità vengano utilizzate prima del previsto, in particolare se si verificasse un rallentamento inatteso e più forte del previsto.

Inoltre, diversi emittenti attualmente con rating BBB- o analogo potrebbero essere declassati a sub-investment grade se i tassi d'interesse rimanessero invariati, in quanto potrebbero non essere in grado di far fronte ai pagamenti di interessi più elevati. In generale, tuttavia, le società sembrano essere i soggetti meno vulnerabili (in aggregato) nell'attuale fase di rialzo dei tassi.

**I governi, invece, sembrano essere in condizioni peggiori.** L'uso di misure non ortodosse da parte delle banche centrali dopo il 2008 ha dato ai governi l'impressione di poter aumentare il debito senza limiti e a costo zero. Nonostante l'aumento del rapporto debito/PIL, i tassi d'interesse nulli o negativi hanno permesso loro di beneficiare di una riduzione della spesa per interessi e i QE hanno assorbito gran parte delle emissioni nette dei governi: il bilancio delle prime quattro banche centrali in rapporto al PIL è passato dal 10% (stabile) nel periodo precedente alla crisi al 60% prima del recente picco dell'inflazione, che ha permesso a tale rapporto di ridursi leggermente grazie all'espansione dei PIL nominali.

Negli ultimi 15 anni, **i rapporti debito/PIL di tutti i principali Paesi sono aumentati fortemente**, con la sola eccezione della Germania, l'unico grande Paese ad avere oggi lo stesso rapporto debito/PIL di prima della crisi. Al contrario, i Paesi meno virtuosi sono stati il Regno Unito e gli Stati Uniti, i cui rapporti debito/PIL sono aumentati di circa il 60% dal 2008.

Il rapporto debito/PIL degli Stati Uniti è oggi allo stesso livello di quello dell'Italia nel 2011 (dopo essere stato superiore del 15%), quando l'Italia e tutti i Paesi mediterranei dell'UE vennero attaccati proprio perché allora si diceva che quei livelli di debito pubblico erano insostenibili. È interessante osservare come la percezione del mercato possa cambiare radicalmente, o piuttosto, come il mercato sia diventato compiacente rispetto a questo tema. La compiacenza può però venir meno in qualsiasi momento e in modo repentino, come dimostra l'episodio del «mini-bilancio» di Lisa Truss dello scorso anno.

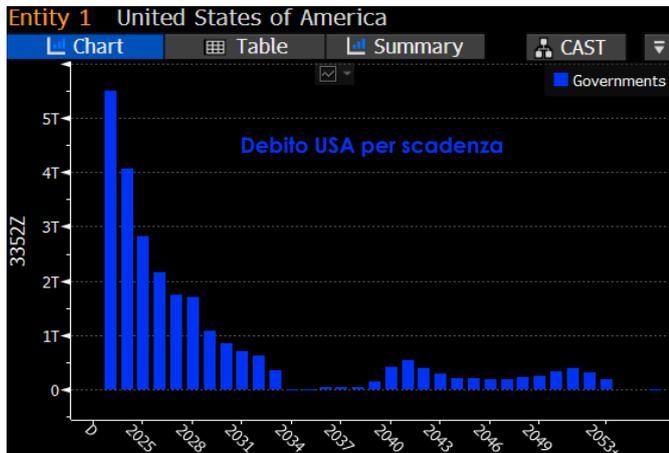


Fonte: Bloomberg

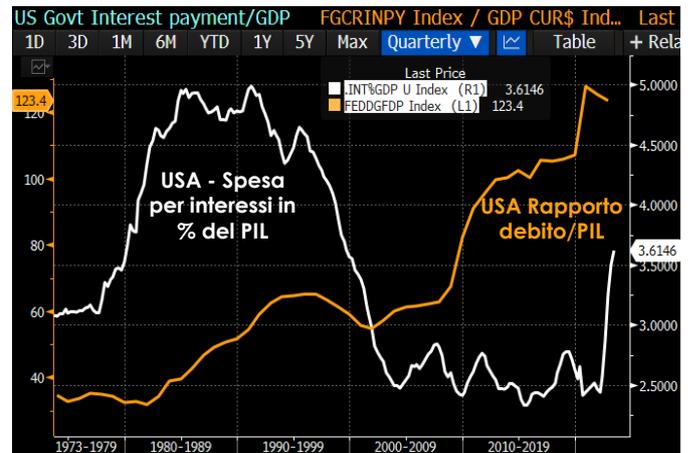


Fonte: Bloomberg

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Il Regno Unito e gli Stati Uniti, oltre a registrare il peggior calo del rapporto debito/PIL, hanno anche i maggiori deficit di bilancio. Gli Stati Uniti, ad esempio, hanno attualmente un deficit dell'8,5% del PIL, simile al livello raggiunto nel 2008 durante l'apice della crisi finanziaria. Oltre a essere il peggior deficit di bilancio del dopoguerra, escludendo la GFC e la pandemia, va notato che nelle altre due occasioni il deficit è esploso in risposta alle recessioni più profonde degli ultimi decenni, mentre il deficit quasi record di oggi si verifica con un'economia in piena espansione che nemmeno i rialzi dei tassi della Fed sono riusciti a rallentare, almeno per il momento.

Inoltre, gli Stati Uniti devono affrontare un **enorme rischio di rifinanziamento**. Entro la fine del 2024, il debito degli Stati Uniti varrà poco meno di 10.000 miliardi di dollari. Ciò significa che entro quella data dovrà essere rifinanziato circa il 35%-40% del debito statunitense in essere, oltre al nuovo debito da emettere per pagare il deficit di bilancio. Se Powell si atterrà al suo impegno di mantenere i tassi alti fino al 2024, ciò significa che il rifinanziamento avverrà a tassi sostanzialmente più alti rispetto al passato.

Anche senza questo grande rifinanziamento, la spesa per interessi degli Stati Uniti è già salita a ben oltre il 3,5% del PIL. Non è così impossibile che la spesa per interessi in proporzione al PIL superi presto i massimi degli anni '80, quando i tassi di interesse erano molto più alti ma il debito in essere era solo un terzo di quello attuale.

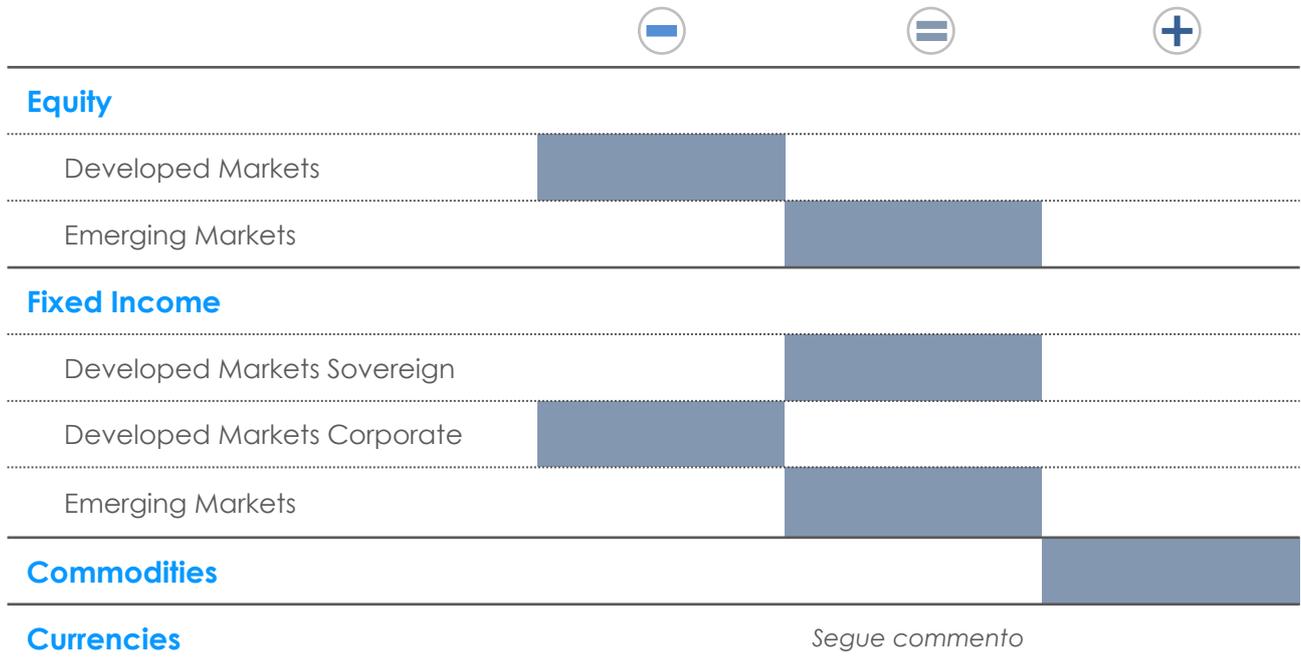
Di conseguenza, la questione della **sostenibilità del debito pubblico** potrebbe essere il prossimo grande tema in un futuro non troppo lontano, soprattutto se l'inflazione dovesse effettivamente tornare al 2%, dato che il recente picco dell'inflazione è stato il principale motore del calo del rapporto debito/PIL negli ultimi 18 mesi.

Tuttavia, dato che gli Stati Uniti hanno l'economia più grande del mondo, il mercato dei titoli del Tesoro più grande e più liquido e il dollaro è la valuta di riserva mondiale senza alternative valide, è improbabile che la questione della sostenibilità del debito pubblico esploda. Anche se il problema si presentasse negli Stati Uniti, non è improbabile che il dollaro e i Treasury si rafforzino a causa delle richieste di margini e della «fuga verso la qualità». Un fattore scatenante più probabile sarebbe l'approvazione di sostanziali deficit di bilancio in altre nazioni (come nel caso del mini-bilancio di Lisa Truss) o l'avvento di una crisi o di una recessione globale, che porterebbe a un calo del gettito fiscale e alla necessità di espandere l'economia, con conseguente peggioramento dei deficit di bilancio e del rapporto debito/PIL.

Le dinamiche e i rischi descritti finora sono un ulteriore fattore che dovrebbe far sì che i tassi di interesse rimangano a un livello strutturalmente più alto rispetto al passato, in quanto gli investitori probabilmente chiederanno tassi più alti per compensare il rischio di detenere titoli di Stato (i cosiddetti «risk-free») a causa del deterioramento delle finanze pubbliche.

Ciononostante, nel breve periodo è possibile un nuovo calo prolungato dei tassi d'interesse in caso di rallentamento, poiché il mercato si concentrerebbe innanzitutto sul fatto che in una recessione l'inflazione crolla e le banche centrali rispondono con un allentamento monetario. Questo potenziale calo dei tassi privi di rischio potrebbe però non durare a lungo.

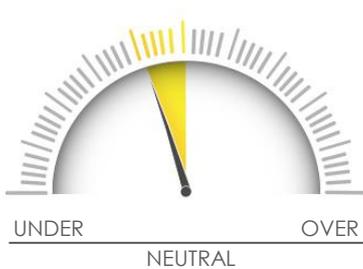
# Asset Allocation View



⊖ UNDER      ⊞ NEUTRAL      ⊕ OVER

## Equity

### Developed Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. La correzione di agosto non è stata sufficiente a riportare le valutazioni a livelli più ragionevoli, soprattutto alla luce del generale aumento dei tassi di mercato e delle crescenti preoccupazioni per un rallentamento dell'economia globale. Inoltre, settembre è storicamente il mese meno favorevole per i mercati azionari, per cui la commissione preferisce essere cauta per il momento.

US



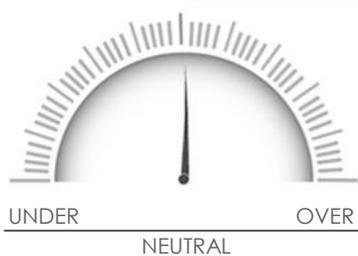
Europe



Japan



### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Nonostante gli impegni assunti dal Politburo a fine luglio, il governo cinese non ha adottato alcuna misura significativa per sostenere l'economia nazionale in agosto, deludendo gli investitori, che hanno reagito con una nuova ondata di vendite. Nonostante le numerose sfide dell'economia cinese, il sentiment è attualmente così negativo che un rimbalzo potrebbe iniziare in qualsiasi momento, soprattutto se sostenuto da dati favorevoli o da stimoli più consistenti. L'America Latina è il nostro mercato emergente preferito.

Asia ex-Japan



EEMEA

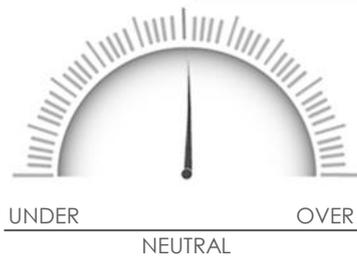


LATAM



## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Alla riunione di Jackson Hole, tutte le principali banche centrali hanno ribadito la necessità di mantenere una politica monetaria restrittiva per un lungo periodo di tempo. I mercati stanno lentamente prendendo atto di questa realtà, per cui non si può escludere che le curve dei tassi continuino a muoversi un po' verso l'alto. D'altro canto, ai livelli attuali, le obbligazioni sovrane possono rivelarsi un'efficace copertura di portafoglio in caso di rallentamento economico, il che non è da escludere. Raccomandiamo pertanto di mantenere un'allocazione neutrale all'asset class.

EU Core



EU Periphery



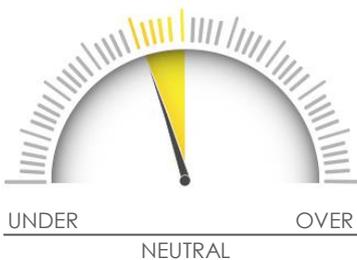
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View abbassata a **leggero sottopeso**. Il comitato ritiene che gli spread delle obbligazioni investment grade e high yield si siano eccessivamente ristretti, soprattutto in caso di rallentamento o recessione. Continuiamo a preferire le obbligazioni corporate investment grade a quelle high yield.

IG Europe



IG US



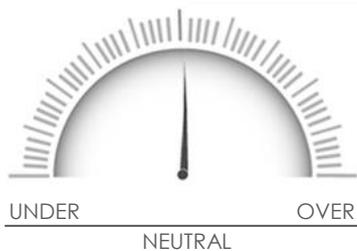
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Considerato il contesto macroeconomico, anche gli spread del debito dei mercati emergenti non sono estremamente ampi. Tuttavia, l'inflazione è già scesa significativamente in alcuni paesi, alcune banche centrali potrebbero decidere di iniziare a tagliare i tassi di interesse, con un effetto positivo sui prezzi delle obbligazioni.

Local Currency



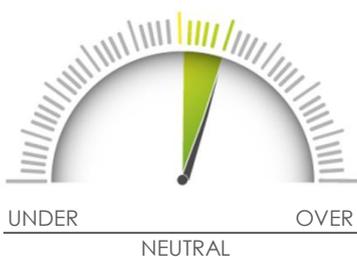
Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La persistenza di politiche monetarie restrittive per un periodo prolungato, insieme all'aumento dei tassi nominali e reali, potrebbe diminuire l'appeal a breve termine dei metalli preziosi, nonostante il loro potenziale di copertura contro i rischi geopolitici o le sorprese al rialzo dell'inflazione. Per quanto riguarda le altre materie prime, rimaniamo cauti, poiché alcuni Paesi/regioni iniziano a mostrare sintomi di rallentamento, anche se non ancora negli Stati Uniti.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view abbassata a **neutrale**. Dopo il rialzo di agosto, si prevede che il dollaro si stabilizzi intorno ai livelli attuali, in attesa di ulteriori chiarimenti sulla traiettoria dell'inflazione e sulle azioni della Fed a settembre.

**Euro:** view portata a **neutrale**. L'euro si è indebolito ad agosto sulla base dell'aspettativa che la BCE non aumenti i tassi a settembre a causa della debolezza dei dati macro. Considerando che il mercato sembra aver già prezzato questa eventualità, il ribasso da questi livelli è attualmente ritenuto modesto, con la possibilità di un rimbalzo in caso di dati macro più favorevoli.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **neutrale con un bias ribassista** in considerazione della mancanza di stimoli economici significativi, nonostante le promesse delle ultime riunioni del Politburo. Questo ha portato a una nuova ondata di vendite da parte degli investitori internazionali, con conseguente pressione sul Renminbi.

**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. 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.