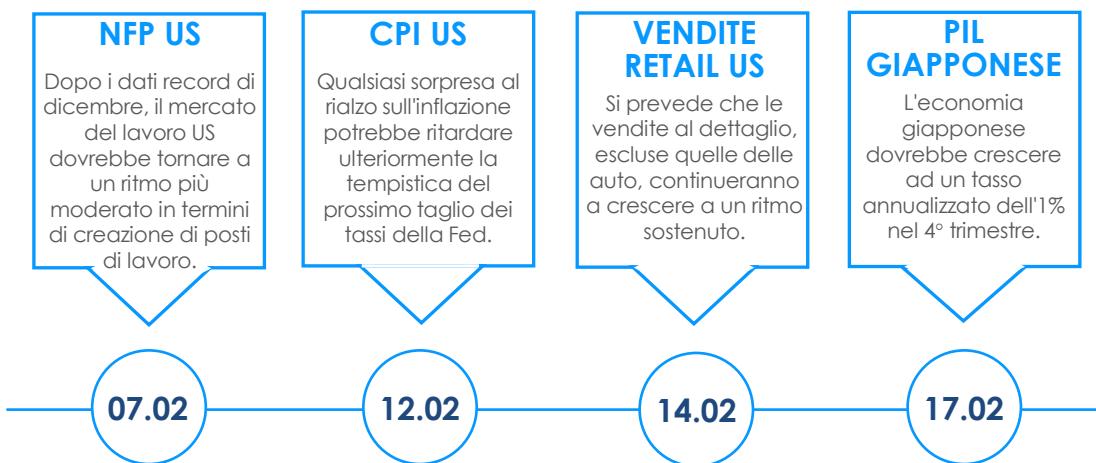


## Eventi principali

### Azimut Global Network

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



## SCHIZOFRENIA TARIFFARIA

- Dopo aver annunciato tariffe del 25% su Canada e Messico, che sarebbero entrate in vigore a febbraio, Trump le ha ritirate poco prima della loro applicazione in cambio di un aumento di truppe al confine.
- Se applicate, le tariffe potrebbero portare a una contrazione dei margini e/o a una ripresa dell'inflazione, mentre le incertezze sulla loro applicazione scoraggiano gli investimenti delle imprese e innescano reazioni disordinate sui mercati finanziari.
- La minaccia degli Stati Uniti di imporre tariffe anche ai Paesi storicamente amici potrebbe favorire la Cina, spingendo alcune nazioni a cercare legami più stretti con il gigante asiatico.

La previsione annuale secondo cui il 2025 sarebbe stato un anno più volatile, soprattutto a causa di Trump, era facile e purtroppo azzeccata.

Subito dopo il giuramento, **Trump ha minacciato Canada e Messico di imporre tariffe del 25% sulle importazioni dai due Paesi**. Inizialmente previste per entrare in vigore il 1° febbraio, sono state rinviate al martedì successivo. Poi, lunedì, dopo una telefonata con il presidente messicano, Trump ha deciso di posticipare l'efficacia di un mese, in cambio di un impegno di maggiori truppe per pattugliare il confine. Mentre la stesura di questo report si avvicinava al completamento, il Canada ha ricevuto un trattamento simile in cambio di un impegno analogo.

Le implicazioni di questa strategia - usare le tariffe come leva nelle relazioni estere - sono numerose e di vasta portata.

La prima e più semplice conseguenza è che **le imprese risultano scoraggiate dall'investire**. Per decidere se costruire nuovi impianti, entrare in nuovi mercati o delocalizzare la produzione, le imprese devono poter fare previsioni pluriennali. Se le regole del gioco possono cambiare da un giorno all'altro, gli investimenti che un tempo sembravano redditizi possono diventare impraticabili. In un contesto di maggiore incertezza, le imprese possono ragionevolmente esitare ad investire, riducendo in ultima analisi il potenziale di crescita a lungo termine di un Paese.

## (continua)

La seconda conseguenza è che le tariffe, se applicate, aumentano i costi finali e riducono l'efficienza. Questo è indiscutibile e si basa sulla teoria dei vantaggi comparati di David Ricardo\*. Le imprese assorbiranno i maggiori costi, con conseguente riduzione dei margini e dei profitti, oppure li trasferiranno ai consumatori, alimentando l'inflazione. Le conseguenze potrebbero essere ancora peggiori se l'altro Paese rispondesse con misure di ritorsione. Finora Trump ha preso di mira i Paesi in cui ritiene di poter infliggere danni economici significativi. Tuttavia, altri Paesi o regioni, come la Cina o l'Europa, potrebbero essere meno concilianti e rispondere con misure di ritorsione. Né la contrazione dei margini di profitto né l'aumento dei prezzi, che portano a politiche monetarie più restrittive, sono favorevoli ai mercati. Inoltre, numerosi studi indicano che le tariffe doganali comportano in genere una minore crescita economica.

Si consideri ad esempio l'industria automobilistica. Dopo la quasi delocalizzazione degli ultimi anni, molte aziende americane hanno spostato la produzione in Messico. Diverse stime recenti concordano sul fatto che se Trump dovesse effettivamente imporre tariffe del 25% sulle importazioni messicane, il prezzo medio delle automobili per i consumatori americani aumenterebbe di circa 3.000 dollari.

La terza conseguenza è che **questo approccio «sì/no/forse» ai dazi non fa che frammentare i mercati**. Sebbene la minaccia di dazi su Messico e Canada circolasse da giorni, i mercati non l'hanno presa sul serio, supponendo che si trattasse di una tattica negoziale. Il peso messicano si era addirittura rafforzato rispetto al dollaro rispetto ai livelli pre-Trump. Tuttavia, quando è sembrato che i dazi potessero essere effettivamente applicati, i mercati hanno reagito in modo disordinato, con i mercati azionari che sono scesi tra il 2% e il 3% e il dollaro che è salito bruscamente, per poi invertire la rotta e chiudere la giornata invariati quando il bluff di Trump è diventato evidente.

Questi movimenti bruschi non fanno altro che causare stop-loss agli operatori di mercato, soprattutto in un ambiente caratterizzato da un'elevata leva finanziaria e dalla propensione al rischio.

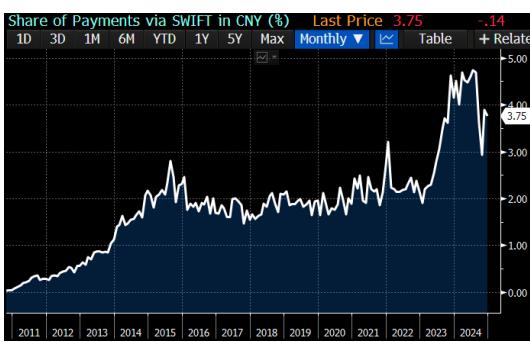
Inoltre, **il ripetuto schema di Trump di minacciare tariffe, per poi ritrattarle poco dopo, ha condizionato i mercati** ad ignorare del tutto i rischi tariffari. Ciò è già accaduto tre volte (con Messico, Canada e, in precedenza, Colombia). Di conseguenza, i mercati potrebbero ritenere che le future minacce tariffarie siano solo una mera presa di posizione piuttosto che rischi politici reali. Tuttavia, non si può escludere che prima o poi le tariffe vengano effettivamente applicate. Anzi, a un certo punto diventerebbe addirittura necessario per evitare che Trump perda ogni credibilità sia con i Paesi con cui vuole trattare sia con quelli che lo hanno eletto proprio sulla base delle sue promesse elettorali. Pertanto, la quarta possibile conseguenza è che, a causa di questo uso schizofrenico delle minacce tariffarie, potremmo assistere a bruschi movimenti di mercato nel caso in cui venissero effettivamente imposte, perché il mercato non le avrebbe affatto prezzate ex-ante sulla base dell'esperienza precedente.

L'ultima conseguenza, ma non per questo meno significativa, di questa strategia tariffaria è che funge da regalo involontario alla Cina in un mondo sempre più polarizzato e dominato da due superpotenze. Le ripetute minacce tariffarie di Trump contro gli alleati di lunga data degli Stati Uniti lasciano perplessi e rischiano di spingere questi Paesi, tradizionalmente allineati con l'Occidente, a riconsiderare le loro alleanze internazionali, rafforzando potenzialmente i legami con la Cina. Ciò è ancora più vero per i Paesi, tipicamente quelli in via di sviluppo, che nel tempo hanno gravitato sempre più intorno alla Cina e che non hanno necessariamente relazioni forti o buone con gli Stati Uniti. Nei confronti della maggior parte di questi Paesi emergenti o di frontiera, la Cina ha dimostrato di essere un partner molto affidabile nel lungo periodo, mantenendo le sue promesse.

Se facciamo un passo indietro, il primo colpo alla credibilità delle istituzioni occidentali nei confronti dei Paesi in via di sviluppo si è verificato dopo l'invasione dell'Ucraina. In quell'occasione, le riserve della banca centrale russa detenute all'estero furono confiscate, in violazione delle convenzioni internazionali. Si trattava di un avvertimento sul fatto che detenere beni occidentali, o avere beni depositati in Paesi occidentali, poteva comportare la loro espropriazione a seguito di decisioni unilaterali dei Paesi occidentali.

## (continua)

Le conseguenze sono visibili nei due grafici qui sotto. La quota dei pagamenti internazionali effettuati in renminbi cinese è aumentata significativamente dopo il 2022, a testimonianza del fatto che nel commercio internazionale con la Cina alcuni paesi stanno aumentando la quota di transazioni regolate direttamente in renminbi, senza più passare per il dollaro USA. L'altra prova è che tra il 2022 e il 2023 la Cina ha ridotto rapidamente le sue disponibilità di Treasury statunitensi, aumentando al contempo quelle di oro (in arancione, scala invertita). Dopo una pausa di quasi un anno, queste tendenze sembrano essere riprese subito dopo l'elezione di Trump.



Considerato ciò, se la minaccia di imporre tariffe draconiane sia stata usata solo per ottenere qualche truppa in più al confine, forse non ne valeva la pena.

# Asset Allocation View



## Equity

Developed Markets



Emerging Markets



## Fixed Income

Developed Markets Sovereign



Emerging Markets



## Commodities

## Currencies

Segue commento



UNDER



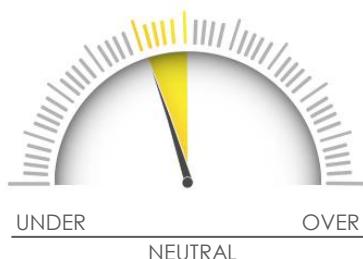
NEUTRAL



OVER

## Equity

### Developed Markets



View abbassata a **leggero sottopeso**. L'incertezza che circonda la potenziale attuazione di tariffe ad ampio raggio introduce un ulteriore fattore di rischio che, di per sé, giustifica un premio di rischio più elevato. Se tali dazi dovessero essere applicati, potrebbero avere effetti negativi ancora più marcati sull'inflazione e sulla crescita economica. Inoltre, il recente rilascio di applicazioni di intelligenza artificiale da parte di DeepSeek e Alibaba - in grado di competere con le loro controparti statunitensi - potrebbe contribuire a ridurre il premio di valutazione di cui godono attualmente le società tecnologiche statunitensi. Alla luce di questi fattori e di mercati ancora vicini ai massimi, riteniamo che un atteggiamento più cauto sia giustificato.

US



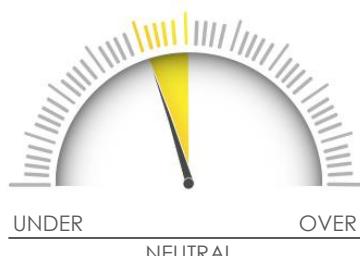
Europe



Japan



### Emerging Markets



View abbassata a **leggero sottopeso**. I Paesi emergenti potrebbero essere più vulnerabili di quelli sviluppati se gli Stati Uniti implementassero tariffe su larga scala. A parziale compensazione di ciò, le valutazioni di questi mercati continuano ad essere notevolmente scontate rispetto ai Paesi sviluppati. Questo divario può contribuire a spiegare la resilienza dimostrata dai Paesi emergenti durante i recenti episodi di volatilità. Inoltre, l'assenza di minacce tariffarie dirette contro la Cina, contrariamente alle aspettative iniziali, potrebbe rappresentare un'ulteriore fonte di forza relativa per il Paese.

Asia ex-Japan



EEMEA

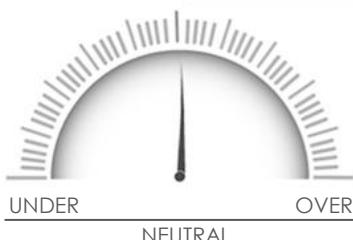


LATAM



## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. L'imposizione dei dazi aumenta il rischio di un aumento dell'inflazione negli Stati Uniti, ma anche di un rallentamento dell'economia globale. L'impatto sulle obbligazioni statunitensi è quindi misto, mentre le obbligazioni del resto del mondo potrebbero beneficiarne (i tassi potrebbero scendere). Inoltre, le obbligazioni potrebbero fungere da copertura del portafoglio in caso di correzione dei mercati azionari, come è avvenuto nelle ultime settimane. Si raccomanda pertanto di mantenere un'esposizione neutrale.

EU Core		EU Periphery		US Treasury		Japanese JGB	
---------	--	--------------	--	-------------	--	--------------	--

### Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrapeso**. Le minacce di Trump sui dazi non dovrebbero avere per il momento un impatto sugli spread delle obbligazioni societarie. Pertanto, la ricerca di rendimento nel mercato del reddito fisso continuerà a favorire l'asset class. Nell'ambito delle società, continuamo a preferire le obbligazioni investment-grade rispetto a quelle high-yield, che si aggirano intorno ai minimi storici.

IG Europe		IG US		HY Europe		HY US	
-----------	--	-------	--	-----------	--	-------	--

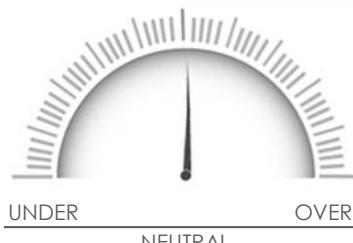
### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. I rischi potenziali posti dalle imposizioni tariffarie dell'amministrazione Trump sono mitigati dagli spread relativamente più elevati che le obbligazioni dei mercati emergenti offrono attualmente rispetto alle obbligazioni societarie con rating simile dei mercati sviluppati.

Local Currency		Hard Currency IG		Hard Currency HY	
----------------	--	------------------	--	------------------	--

### Commodities



View mantenuta **neutrale**. Tra questi, rimaniamo più positivi sui metalli preziosi, che potrebbero trarre vantaggio sia in caso di dazi inferiori alle attese, con conseguente indebolimento del dollaro, sia in caso di timori di ulteriori slittamenti fiscali.

Precious		Energy		Industrial		Agricultural	
----------	--	--------	--	------------	--	--------------	--

## Currencies

**Dollaro USA:** view mantenuta **neutrale**. Le incertezze legate all'imposizione di dazi da parte degli Stati Uniti continueranno probabilmente a creare un'insolita volatilità sul tasso di cambio del dollaro. Tuttavia, il dollaro è attualmente scambiato in linea con il livello suggerito dal differenziale dei tassi e, salvo decisioni inaspettate sui dazi, potrebbe continuare a rimanere intorno ai livelli attuali.

**Euro:** view mantenuta **neutrale**. Anche l'euro è in linea con i fondamentali, ma l'incertezza principale rimane quella dei dazi statunitensi. Trump ha recentemente dichiarato che il prossimo obiettivo, dopo Messico e Canada, potrebbe essere l'Unione Europea. Se dovessero essere applicate, è possibile un ulteriore indebolimento della moneta unica.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **neutrale**. La resistenza dimostrata dal mercato cinese nelle ultime settimane, insieme ai progressi tecnologici in materia di intelligenza artificiale, potrebbe favorire una ripresa di interesse per il Paese, compensando la mancanza di notizie concrete sugli stimoli fiscali.

**Valute emergenti:** view mantenuta **neutrale**, in attesa di maggiori chiarimenti sulle potenziali tariffe da parte del governo statunitense.

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.