

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



Partita a scacchi

- Nonostante un accordo in extremis e un'estensione di alcune settimane, la questione sul tetto del debito statunitense rimane un problema.
- I democratici potrebbero essere costretti a utilizzare la «riconciliazione di bilancio» per approvare sia l'aumento del tetto del debito che il piano infrastrutturale da 3,500 miliardi di dollari.
- Le transazioni personali di alcuni membri della Fed hanno suscitato proteste pubbliche e hanno spinto Elizabeth Warren a chiedere alla SEC di aprire un'indagine.

Le ultime settimane sono state caratterizzate da una serie di eventi politici di una certa rilevanza, che sono rapidamente passati nel dimenticatoio nonostante i loro effetti debbano ancora manifestarsi del tutto.

La prima è stata la lettera aperta di Mitch McConnell, leader di minoranza al Senato, al presidente Biden in cui ribadiva che i repubblicani non avrebbero aiutato i democratici votando a favore dell'aumento del tetto del debito (fonte: <https://www.republicanleader.senate.gov/newsroom/press-releases/mcconnell-letter-to-president-biden-on-debt-limit>).

Per chi non ha familiarità con la questione, **il tetto del debito (Debt Ceiling)** è il limite alla quantità di denaro che il governo federale può prendere in prestito o, in altre parole, il livello massimo di debito che il governo degli Stati Uniti può emettere. È una forma di controllo del Congresso sulle decisioni del governo, in modo che non possa intraprendere spese sconsiderate. Se viene raggiunto il tetto del debito e il governo non ha più liquidità disponibile per rimborsare un titolo di Stato in scadenza, non può più ricorrere all'emissione di nuovo debito per rimborsare quello in scadenza e sarebbe quindi costretto a fallire. Nel caso degli Stati Uniti si tratterebbe solo di un default "tecnico", nel senso che una volta risolta l'impasse politica i creditori verrebbero sicuramente rimborsati integralmente, ma un default degli USA sarebbe un evento traumatico per i mercati.

Questo possibile esito è da considerarsi estremamente remoto, soprattutto per la gravità delle conseguenze, e si farà di tutto per evitare che ciò accada, ma cerchiamo di capire meglio cosa sta effettivamente accadendo.

Partita a scacchi (continua)

Da quando l'amministrazione Biden si è insediata e i Democratici hanno ottenuto la maggioranza in entrambe le camere del Congresso, sono state intraprese politiche fiscali molto espansive che hanno portato ad un allargamento dei disavanzi fiscali. I repubblicani, in genere più conservatori e oppositori di ampi deficit fiscali, hanno cercato di resistere a tale spesa, ma essendo una minoranza non ci sono riusciti.

La spesa folle dei Democratici nella prima parte dell'anno è stata possibile poiché **il tetto del debito era stato formalmente sospeso fino alla fine di luglio 2021** e quindi fino a quel momento il governo non aveva limiti alla propria capacità di spesa. Dalla fine di luglio, però, è tornato in vigore assestandosi al valore esatto del debito americano al termine della sospensione. Da allora, l'amministrazione democratica ha fatto fronte alle spese correnti e al rimborso dei titoli di stato in scadenza, grazie alle sue riserve di liquidità, che dovrebbero però esaurirsi nelle prossime settimane.

Il problema è che **i Democratici vorrebbero continuare ad avere enormi deficit fiscali**. In particolare, l'approvazione di un piano infrastrutturale da 3,500 miliardi di dollari (oltre a quello bipartisan da 500 miliardi di dollari su cui democratici e repubblicani si erano accordati durante l'estate) che metterebbe ulteriormente a rischio la sostenibilità a lungo termine del debito pubblico statunitense. Dato che tutte le misure finora approvate dall'amministrazione Biden non sono mai state discusse o concordate con la minoranza repubblicana, i repubblicani chiedono che l'approvazione dell'aumento del tetto del debito avvenga con i soli voti dei democratici. Dalla lettera di McConnell a Biden, *«Il limite del debito è spesso un voto di parte durante i periodi di governo unificato. Nel 2003, 2004 e 2006, signor Presidente, si è unito ai Democratici del Senato nell'opporre all'aumento del limite del debito e ha costretto i Repubblicani a farlo da soli. Ha spiegato all'aula del Senato che i suoi voti «no» non significavano che voleva che la maggioranza lasciasse il paese inadempiente, ma piuttosto che il partito del presidente doveva assumersi la responsabilità di un'agenda politica a cui si opponeva. Il suo punto di vista allora è il nostro punto di vista adesso». E anche «Il bipartitismo non è un interruttore che il presidente Pelosi e il leader Schumer possano accendere per prendere in prestito denaro e spegnere per spenderlo. La posizione dei repubblicani è semplice. Non abbiamo un elenco di richieste. Per due mesi e mezzo abbiamo semplicemente avvertito che poiché il vostro partito vuole governare da solo, deve gestire da solo anche il limite del debito».*

Pochi giorni dopo questa lettera, **i repubblicani hanno acconsentito a un parziale aumento del tetto del debito fino all'inizio di dicembre, ma solo per un importo massimo di 480 miliardi di dollari**. Mentre questa decisione può essere interpretata come se i repubblicani avessero ceduto sulla loro posizione, deve essere presa in considerazione anche un'altra interpretazione: alzare il tetto del debito per poter rimborsare i titoli di stato in scadenza è considerato un dovere morale da entrambe le parti in quanto è legato al rispetto del debito federale passato, che è stato accumulato da entrambe le parti.

Se i repubblicani si fossero semplicemente opposti all'innalzamento del tetto del debito, i democratici li avrebbero incolpati in caso di default. Consentendo un aumento limitato/ragionevole del tetto del debito, i repubblicani hanno invece dimostrato di volersi assumere la responsabilità del debito passato, ma non del debito aggiuntivo di cui i democratici avrebbero bisogno per perseguire la loro agenda economica. Pertanto, i repubblicani hanno chiarito che spetta ai democratici assumersi la piena responsabilità di deliberare un ulteriore e considerevole aumento del debito degli Stati Uniti, che è funzionale solo alla loro agenda.

A dicembre, quindi, i Democratici potrebbero non avere altra scelta per alzare il tetto del debito e ricorrere alla procedura denominata «riconciliazione di bilancio», che consente al Senato di approvare a maggioranza semplice (50 voti), risoluzione che normalmente richiederebbero una maggioranza qualificata (60 voti).

Il problema è che **la «riconciliazione del budget» può essere utilizzata solo una volta durante l'anno fiscale**. Dato che il piano infrastrutturale richiederebbe una maggioranza qualificata a causa del suo significativo impatto sul debito pubblico, i democratici sarebbero costretti a utilizzare la «riconciliazione di bilancio» sia per l'innalzamento del tetto del debito che per l'approvazione del piano infrastrutturale. Il problema, però, è che all'interno dei Democratici alcuni esponenti moderati sono restii non solo ad approvare un piano di spesa così ampio, ma anche ad alzare il tetto del debito solo con voti di parte in quanto la responsabilità politica di questo atto potrebbe essere notevole, e **potrebbe avere ripercussioni negative nelle elezioni di medio termine del prossimo anno**.

Partita a scacchi (continua)

Poiché per passare la «riconciliazione di bilancio» sono necessari i voti favorevoli di tutti i 50 senatori democratici, se i democratici non riusciranno a raggiungere l'unanimità assoluta le cose si complicheranno. Se l'accordo sulle infrastrutture non verrà raggiunto a causa della reticenza dei democratici più moderati per un piano di spesa così massiccio, allora non ci sarebbe altra scelta che approvare solo l'aumento del tetto del debito. In questo caso, però, il piano infrastrutturale non potrebbe mai vedere la luce in quanto per la sua approvazione in via ordinaria sono necessari i voti favorevoli anche di almeno 10 repubblicani, cosa del tutto irragionevole aspettarsi. Questo sarebbe un duro colpo per la credibilità dei Democratici, ma anche per le aspettative del mercato di ulteriori stimoli lungo la strada.

In politica, spesso le cose devono complicarsi per arrivare a una soluzione. Considerata la posta in gioco, è lecito aspettarsi che in un modo o nell'altro si trovi una soluzione almeno per il tetto del debito, o dai soli democratici o con un accordo bipartisan. Questo è lo scenario di base. Sarà necessario restare vigili.

Un altro tema caldo degli ultimi giorni sono stati gli **scandali che hanno coinvolto tre governatori della Federal Reserve**, il presidente della Fed di Dallas Robert Kaplan, Eric Rosengren di Boston e il vicepresidente Richard Clarida. I primi due si sono dimessi a fine settembre. Secondo Bloomberg, *«Kaplan ha rivelato più operazioni per oltre \$ 1 milione durante il 2020. Rosengren ha effettuato transazioni in fondi comuni di investimento immobiliare, inclusi alcuni che hanno investito in titoli ipotecari che la Fed ha iniziato ad acquistare nel 2020»*, mentre *«il vicepresidente della Fed Richard Clarida, le divulgazioni mostrano che ha scambiato tra \$ 1 milione e \$ 5 milioni da un fondo obbligazionario in fondi azionari un giorno prima che il presidente Powell rilasciasse una dichiarazione in cui segnalava possibili azioni politiche man mano che la pandemia peggiorava»*. Bloomberg riferisce anche che quelle operazioni *«erano un ribilanciamento pre-pianificato dei suoi conti, simile a un ribilanciamento che [Clarida] ha fatto e riportato nell'aprile 2019»* e sono stati *«eseguiti prima del suo coinvolgimento nelle deliberazioni sulle azioni della Federal Reserve per rispondere a l'emergenza del coronavirus e non durante un periodo di black-out»*.

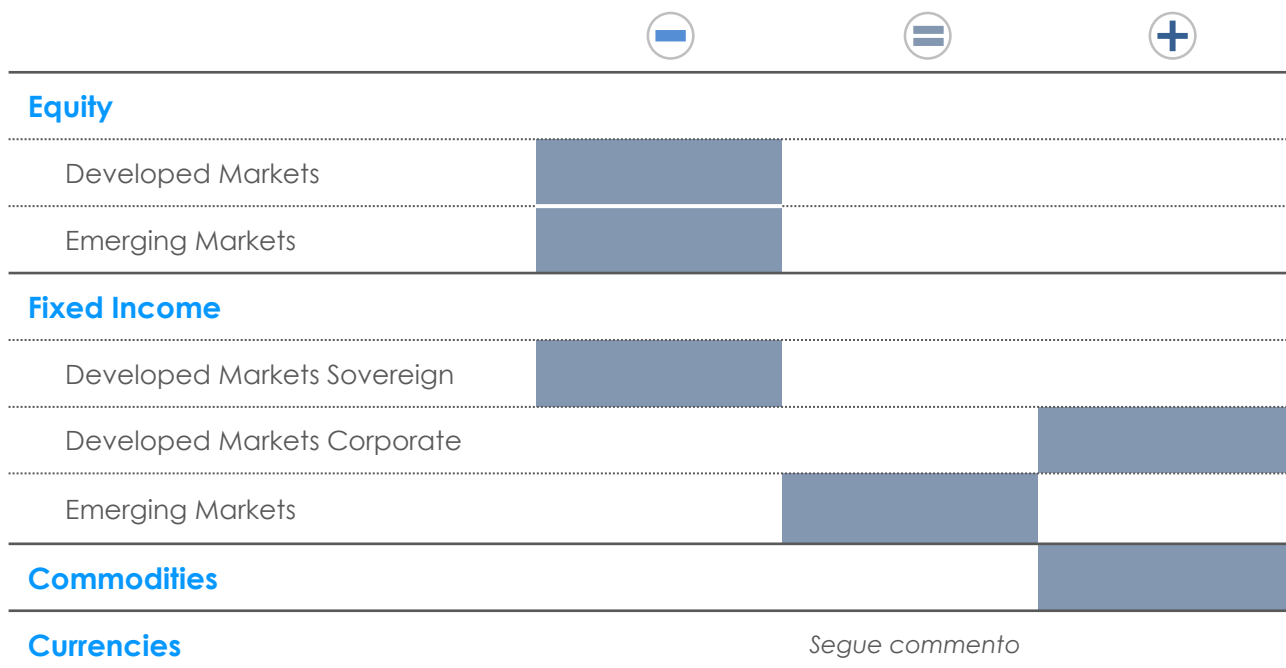
Questi traffici mettevano in dubbio l'integrità morale dei membri della Fed interessati, al punto che la senatrice Elizabeth Warren ha chiesto formalmente alla SEC di aprire una procedura di indagine contro di loro per vedere se avessero violato le regole dell'insider trading o avessero agito in una situazione di conflitto di interessi.

Questi sviluppi, ovviamente, non hanno portato a mettere in discussione la credibilità della Fed come istituzione. Tuttavia, la tempistica di questi eventi è sfortunata, poiché mai prima d'ora la Fed e le banche centrali in generale hanno avuto bisogno di tutta la loro credibilità per difendere l'idea che l'inflazione sia transitoria, nonostante la crescente evidenza di picchi dei prezzi e la persistente interruzione delle catene di approvvigionamento globali.

Infine, tra le «discordanze» emerse di recente tra le istituzioni, ce n'è un'altra che merita di essere menzionata. Nella sua ultima riunione, **la Banca d'Inghilterra ha aperto le porte alla possibilità di un rialzo dei tassi prima del previsto**, anche prima della fine del tapering, in considerazione dell'aumento troppo rapido dell'inflazione (vale la pena notare che l'IPC è «solo» a 3,2% su base annua nel Regno Unito). Durante lo scorso fine settimana, due dei membri più aggressivi della BoE hanno ulteriormente sottolineato l'opinione che l'inflazione potrebbe non essere transitoria e che una mancanza di azione potrebbe far stabilizzare le aspettative di inflazione a un livello più elevato, rendendo così più difficile riportare i prezzi sotto controllo dopo.

Certamente, parte dell'inflazione nel Regno Unito è dovuta anche a problemi legati alla Brexit. Tuttavia, il fatto che **una delle principali banche centrali del mondo stia iniziando a mettere in discussione la transitorietà dell'inflazione** (e nonostante i tassi di inflazione più bassi rispetto ad altri paesi), potrebbe rendere più difficile per altre banche centrali continuare a difendere le loro narrazioni.

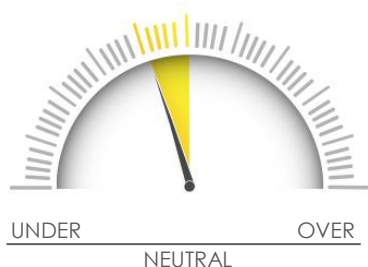
Asset Allocation View



⊖ UNDER = NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

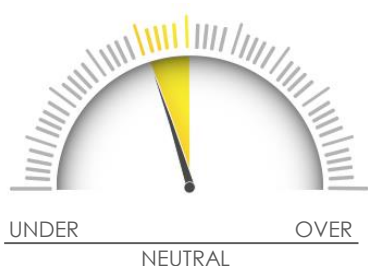
Developed Markets



View mantenuta **leggermente sottopesata**. Banche centrali meno accomodanti, la fine degli stimoli fiscali, la questione politica discussa nel prologo di questo report, l'impennata dei prezzi dell'energia e delle materie prime e la valutazione vicina ai massimi storici suggeriscono che un approccio prudente è giustificato nel breve termine. In termini di regioni, manteniamo ancora una preferenza per l'Europa, ma in misura minore poiché l'aumento dei prezzi dell'elettricità e dell'energia potrebbe avere ripercussioni sulla crescita maggiori del previsto. In termini di stili, grazie a tassi di contagio più bassi e alla nuova pillola antivirale sviluppata da Merck, il Value potrebbe continuare a sovraperformare, così come i settori posizionati per beneficiare di prezzi delle materie prime e/o tassi di interesse più elevati.

US = Europe ⊕ Japan =

Emerging Markets

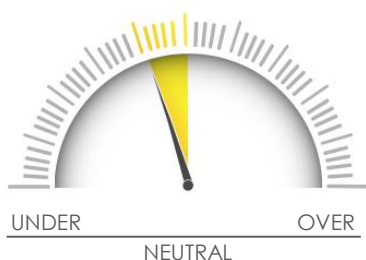


View mantenuta **leggermente sottopesata**. Dopo la forte underperformance dall'inizio dell'anno, la pressione di vendita sui mercati emergenti e sulla Cina sembra attenuarsi gradualmente: nel ritracciamento delle ultime due settimane, i paesi in via di sviluppo non hanno sottoperformato i paesi sviluppati (anche se in una fase di aumento dell'avversione al rischio, le attività più rischiose dovrebbero correggere di più). Nonostante ciò, è ancora necessaria cautela poiché sono ancora possibili ulteriori repressioni da parte del governo cinese e, inoltre, una combinazione di dollaro USA più forte con tassi risk-free più elevati nei mercati sviluppati è solitamente associata a performance deboli dei mercati emergenti.

Asia ex-Japan = EEMEA = LATAM =

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **leggermente sottopesata**. Da un lato, il recente rimbalzo dei tassi a livello globale sta diventando piuttosto esteso, con rendimenti che si avvicinano ai massimi record dell'anno. Solo negli USA i tassi di interesse sono ancora di circa 20 punti base al di sotto del livello massimo dell'anno. D'altro canto, l'impennata dei prezzi dell'energia e dell'elettricità e le strozzature persistenti nelle catene di approvvigionamento globali possono mettere in dubbio la transitorietà dell'inflazione, che a sua volta può portare a tassi più elevati.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View aumentata a **leggermente positivo**. Il cambiamento di atteggiamento delle banche centrali verso una politica monetaria meno accomodante potrebbe innescare una correzione degli asset rischiosi e aumentare l'attrattiva di quelli meno volatili. Bilanci solidi, bassi tassi di default e aspettative di proseguimento della ripresa/riapertura delle economie dovrebbero impedire un significativo allargamento degli spread, anche in uno scenario di risk off moderato. Pertanto, i fondi che gestiscono attivamente i rischi di durata e di credito potrebbero rivelarsi una soluzione di investimento interessante. All'interno delle obbligazioni societarie, siamo sempre più cauti sulle obbligazioni high yield.

IG Europe



IG US



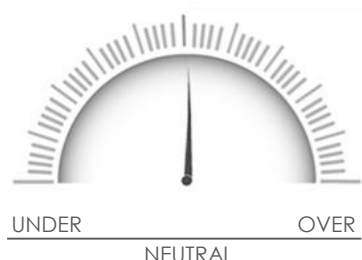
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Gli spread obbligazionari dei mercati emergenti si sono ampliati in risposta alla crisi di Evergrande e le obbligazioni societarie con merito creditizio più basso che hanno sofferto maggiormente. L'asset class, che è già rimasta indietro rispetto alle obbligazioni dei mercati sviluppati, sembra essersi già adattata a questo contesto meno favorevole. Pertanto, le obbligazioni dei mercati emergenti sembrano ora maggiormente interessanti su base relativa e possono ancora contare sull'ampia liquidità e sulla ricerca di rendimento. Supponendo che i tassi statunitensi non si sposteranno significativamente più in alto dall'attuale livello e che non ci sia nessun aumento esteso dell'avversione al rischio, la visione sulla asset class è ancora bilanciata con rischi orientati al ribasso.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta **positiva**. Continuiamo ad essere positivi in particolare per i metalli preziosi poiché dovrebbero beneficiare di tassi reali molto bassi e aumento dell'inflazione e, inoltre, potrebbero fungere da copertura in caso di maggiore avversione al rischio. Manteniamo la nostra posizione rialzista sull'energia e sui metalli industriali a causa della forza della domanda, dei vincoli dell'offerta e dei colli di bottiglia delle spedizioni.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro americano: mantenuta view neutrale. L'annuncio del tapering potrebbe essere bilanciato dalle preoccupazioni sul tetto del debito e sulla potenziale approvazione del disegno di legge sulle infrastrutture.

Euro: mantenuta view neutrale. La riduzione dei rischi legati allo spread della variante delta è bilanciata da un differenziale di tasso reale più favorevole rispetto al dollaro USA e dall'impennata dei prezzi dell'energia.

Renminbi cinese: view leggermente negativa. L'aumento dell'avversione al rischio sugli asset cinesi a causa della continua repressione finanziaria potrebbe continuare a tenere lontani gli investitori. Inoltre, la banca centrale potrebbe diventare più accomodante e iniettare liquidità nel sistema per evitare un rallentamento.

Valute emergenti: si prevede che rimarranno abbastanza stabili, supponendo che i tassi risk-free statunitensi non aumentino significativamente al di sopra dei livelli attuali. Alcune banche centrali stanno iniziando o continuano ad aumentare i tassi, fattore che potrebbe aiutare a sostenere le loro valute.

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.