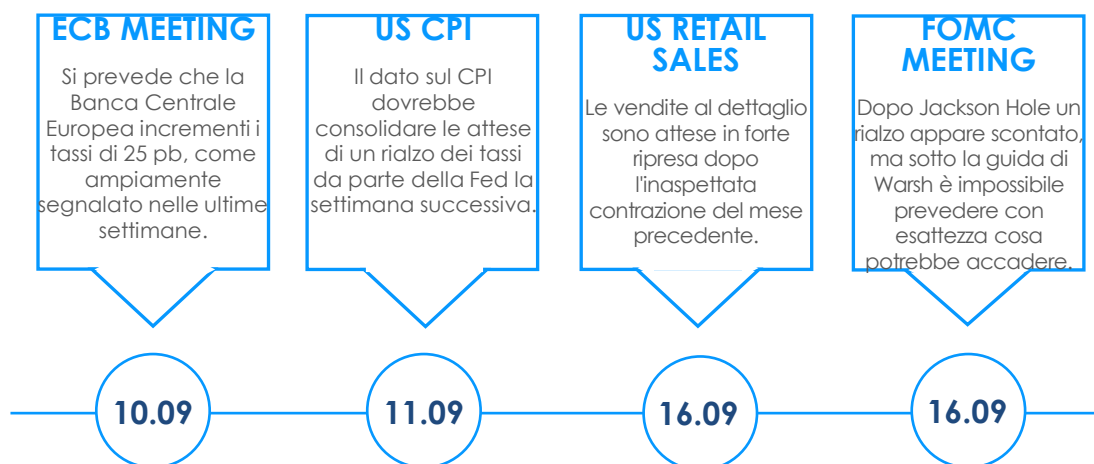


Eventi Principali

Azimut Global Network

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



PRINCIPALI SPUNTI DA JACKSON HOLE

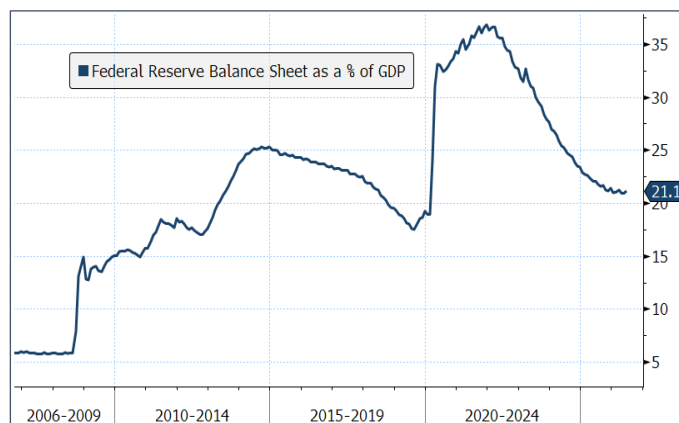
- **Le dichiarazioni di Warsh a Jackson Hole sono state ampiamente interpretate come l'impegno a rialzare i tassi a settembre, dato che appare poco probabile un rallentamento dell'inflazione nel breve periodo.**
- **Pur avendo chiarito che i tassi d'interesse continueranno a essere il principale strumento di politica monetaria della Fed, Warsh ha aggiunto che gli altri strumenti non convenzionali - con un chiaro riferimento alla dimensione del bilancio - dovrebbero essere usati con parsimonia, se non del tutto evitati.**
- **Qualsiasi cambio di rotta sull'uso del bilancio avrà un impatto significativo sui tassi di mercato, ben superiore a quello di una variazione dei tassi di riferimento. Per fare chiarezza su questo fronte, tuttavia, occorrerà attendere ancora un po'.**

Con la stagione delle trimestrali ormai alle spalle, i prossimi meeting delle banche centrali - in particolare la riunione della Fed - potrebbero rappresentare il principale driver dei mercati.

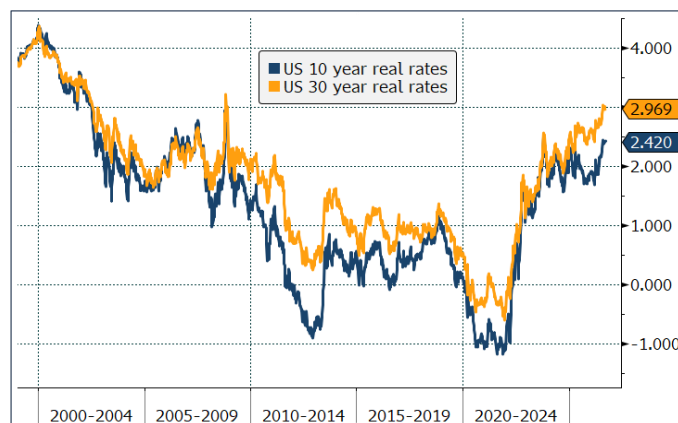
Le dichiarazioni di Warsh a Jackson Hole non differiscono sostanzialmente dai precedenti interventi resi a margine dei vertici FOMC o durante le audizioni al Congresso. Tuttavia, l'enfasi è stata decisamente più marcata. Nel suo discorso, si è impegnato a ripristinare rapidamente la stabilità dei prezzi, ribadendo che la Federal Reserve è la sola responsabile per aver mancato il target d'inflazione del 2% per oltre cinque anni. Secondo le sue parole, la «responsabilità di 65 mesi di inflazione elevata e sostenuta ricade interamente sulla banca centrale». Subito dopo ha aggiunto che alla Fed «dobbiamo essere certi che l'inflazione di fondo stia convergendo verso il nostro obiettivo, in modo chiaro e con sufficiente rapidità. In caso contrario, abbiamo ancora del lavoro da fare» (la parte sottolineata è nostra!).

Considerando che le pressioni inflazionistiche di fondo sembrano intensificarsi per una serie di fattori - dalla guerra in corso in Iran alle tensioni sui prezzi dei componenti tecnologici dovute alla corsa all'IA - e vista la forte enfasi del discorso di Warsh, appare assai poco probabile che la Fed non dia seguito a un rialzo dei tassi a settembre.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Assumiamo che Warsh voglia evitare il ripetersi di quanto accaduto a luglio, quando il mercato si era preparato a una stretta a seguito di toni analogamente aggressivi durante la sua prima conferenza stampa da presidente della Fed, salvo poi non vedere alcuna azione concreta. In caso contrario, le conseguenze sarebbero molto simili: un dollaro più debole, un aumento dei tassi a lungo termine e il rischio crescente di una perdita di credibilità.

A complicare ulteriormente le cose per Warsh si aggiungono le nuove pressioni esercitate da Trump sulla Fed. In un post pubblicato lo scorso venerdì su Truth Social, Trump ha dichiarato: «Il Board della Fed, con il suo grande nuovo leader, deve mostrare buonsenso - SIATE PATRIOTI per una volta. I tassi di interesse elevati mettono gli Stati Uniti in una posizione di svantaggio del tutto ingiusta, e non permetterò che ciò accada!». Questa ingerenza inopportuna offre a Warsh un ulteriore incentivo ad agire sui tassi, poiché in caso contrario potrebbero riemergere le preoccupazioni relative a un'eventuale erosione dell'indipendenza della Fed.

Infine, mantenere una posizione di attesa a settembre metterebbe Warsh in una situazione estremamente scomoda, considerato che la successiva riunione della Fed si terrà ad appena una settimana dalle elezioni di metà mandato. Un rialzo dei tassi in quel contesto sarebbe politicamente impossibile. La prima opportunità utile si presenterebbe quindi soltanto al vertice di dicembre, ma la Fed non può permettersi di attendere fino ad allora se l'inflazione non mostrasse segnali di rientro, vista la forte enfasi posta da Warsh sulla responsabilità esclusiva della Fed nel garantire la stabilità dei prezzi e le sue reiterate promesse di agire con decisione e tempestività, se necessario.

Due ulteriori punti del discorso di Warsh meritano di essere evidenziati.

Il primo è il chiaro riferimento al fatto che «i tassi a breve termine costituiscono lo strumento principale per conseguire il duplice mandato» della Federal Reserve. Nei precedenti interventi da quando è diventato presidente della Fed, Warsh non aveva mai indicato chiaramente come intendesse impiegare gli strumenti di politica monetaria a sua disposizione. In passato era stato tra i più convinti sostenitori della riduzione del bilancio della Fed - in controtendenza rispetto all'orientamento prevalente tra i governatori, favorevole al mantenimento di ampie riserve - e, al contempo, di un taglio dei tassi a sostegno dell'economia reale. Da quando è alla guida dell'istituto ha più volte ribadito la necessità di stringere le condizioni monetarie, senza però precisare quale leva azionare per raggiungere tale obiettivo. Alla luce delle posizioni sostenute in precedenza, non si poteva escludere l'ipotesi che potesse inizialmente concentrarsi sul ridimensionamento del bilancio lasciando invariati i tassi. Ora è invece evidente che i tassi d'interesse restano lo strumento prioritario della Fed.

Tuttavia - ed è questo il secondo elemento chiave - ha anche aggiunto che «le politiche non convenzionali per stimolare l'attività economica possono essere adatte a vere e proprie crisi, ma per il resto dovrebbero essere usate con parsimonia, se non del tutto evitate» (la parte sottolineata è nostra!). Il riferimento qui è proprio all'impiego del bilancio della Fed come strumento di politica monetaria. Il fatto che abbia assunto una posizione così ferma ancora prima di conoscere le conclusioni della task force sul bilancio da lui stesso istituita lascia intendere che la riduzione del bilancio rimanga uno dei suoi obiettivi principali.

(continua)

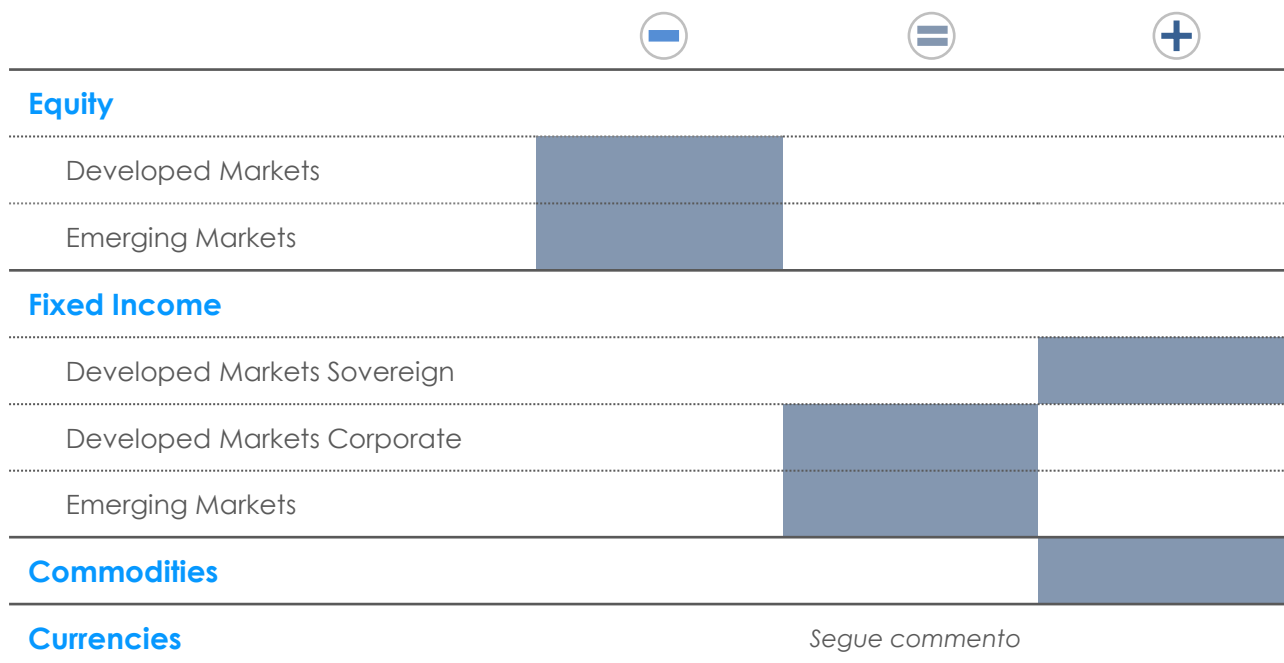
Se dovesse davvero riuscire nel suo intento, le implicazioni potrebbero essere tutt'altro che trascurabili. Se misurato in percentuale sul PIL anziché in termini assoluti, il bilancio della Fed è in realtà già tornato a livelli simili a quelli pre-pandemici e non è molto più elevato rispetto a 15 anni fa. Il bilancio di una banca centrale può essere considerato un indicatore della liquidità disponibile nel sistema, poiché costituisce la base per la formazione del capitale a disposizione del mercato. Il fatto che si stia riducendo in rapporto al PIL (e ancora di più se paragonato alle attuali dimensioni dei mercati azionari o obbligazionari) implica che la liquidità sta diventando una risorsa relativamente più scarsa, anche a fronte di un bilancio stabile in termini assoluti. Ipotizzarne una riduzione in una fase in cui la domanda di capitale sta schizzando alle stelle - sia per finanziare i deficit pubblici cronici, sia per sostenere i massicci investimenti nell'IA - potrebbe comportare conseguenze indesiderate e imprevedibili, oltre a quella ovvia di spingere i tassi al rialzo.

Tutto sommato, sembra che Warsh si sia messo all'angolo da solo con il suo discorso a Jackson Hole e che un rialzo dei tassi sia l'esito più probabile del prossimo vertice della Fed. Ironicamente, agendo in questo modo, Warsh ha creato tra gli operatori di mercato un'aspettativa ben precisa sulle prossime mosse dell'istituto. Come si potrebbe definire tutto ciò se non proprio forward guidance, la medesima prassi che egli stesso si era ripromesso di smantellare?

Ciò detto, sulla base delle evidenze emerse finora, non si può escludere del tutto che Warsh possa, ancora una volta, spiazzare tutti la settimana prossima. Vale quindi decisamente la pena seguire con estrema attenzione il prossimo meeting.

In attesa dell'evento - con ogni probabilità - più rilevante in assoluto: quando Warsh svelerà finalmente al mondo le sue intenzioni sul bilancio della Fed.

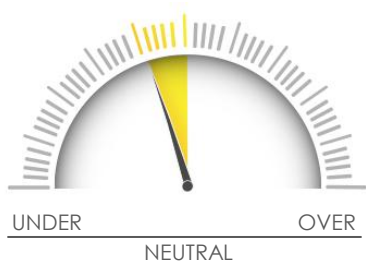
Asset Allocation View



⊖ UNDER = NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



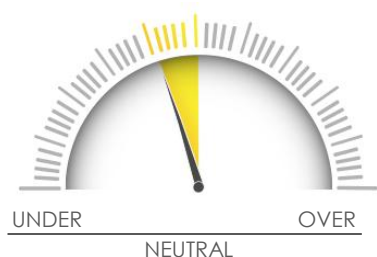
View portata in **leggero sottopeso**. Le dichiarazioni di Warsh a Jackson Hole suggeriscono che la Fed potrebbe rialzare i tassi almeno una volta, molto probabilmente a settembre. L'aumento dei tassi d'interesse nominali e reali, la stagionalità sfavorevole e i costanti rischi geopolitici impongono maggiore cautela. Inoltre, persino un'altra stagione di trimestrali da record non è riuscita a spingere i mercati al rialzo, a dimostrazione di quanto le attese fossero già elevate. Alla luce di ciò, preferiamo mantenere per ora un atteggiamento più prudente, pur continuando a ritenere che qualsiasi correzione significativa debba essere vista come un'opportunità di acquisto, a condizione che la crescita economica e quella degli utili rimangano solide.

US =

Europe ⊕

Japan =

Emerging Markets



View portata in **leggero sottopeso**. Gli stessi fattori - sia positivi che negativi - menzionati in precedenza si applicano anche in questo contesto. Ad alimentare i motivi di cautela vi è il possibile rafforzamento del dollaro in caso di rialzo dei tassi da parte della Fed, con un dollaro forte che ha da sempre rappresentato un fattore contrario per i mercati emergenti. Sul fronte positivo, i mercati emergenti continuano a trattare a un forte sconto rispetto ai mercati sviluppati.

Asia ex-Japan =

EEMEA =

LATAM =

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View portata a **leggero sovrappeso**. Sebbene diversi fattori spieghino e sostengano il recente rialzo dei tassi di mercato - rischi geopolitici, pressioni inflazionistiche di fondo, crescenti timori per la sregolatezza fiscale e una comunicazione carente da parte di politici e policy maker - il livello raggiunto dai tassi d'interesse appare sempre più interessante. Ciò è dovuto non solo al fatto che tassi più elevati incorporano già un premio per il rischio in grado di coprire una quota significativa di tali incertezze, ma anche perché, in caso di scenari avversi, è probabile che riemerge la correlazione negativa tra asset privi di rischio e asset rischiosi, garantendo così un'efficace protezione a livello di portafoglio.

EU Core



EU Periphery



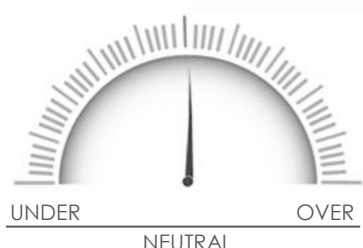
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View portata a **neutrale** da leggero sovrappeso. Sebbene la caccia al rendimento prosegua, alimentata da un'ampia liquidità, gli spread hanno ormai raggiunto livelli estremamente compressi e non compensano più adeguatamente il rischio di credito implicito. Poiché il tasso privo di rischio rappresenta una quota sempre più rilevante del rendimento totale di un'obbligazione societaria - in particolare per i titoli investment grade - preferiamo adottare un approccio più prudente e ridurre la nostra esposizione a neutrale. All'interno del comparto creditizio, continuiamo a preferire i bond investment grade rispetto all' high yield.

IG Europe



IG US



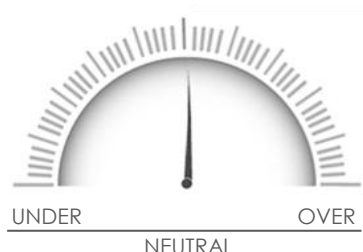
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View portata a **neutrale** da leggero sovrappeso. Oltre alle ragioni già delineate per le obbligazioni societarie dei mercati sviluppati, entra in gioco un ulteriore fattore per il debito dei mercati emergenti: il dollaro potrebbe rafforzarsi qualora la Fed rialzasse i tassi - eventualità sempre più probabile dopo il discorso di Warsh a Jackson Hole - e il debito dei mercati emergenti tende a sottoperformare durante le fasi di forza del dollaro.

Local Currency



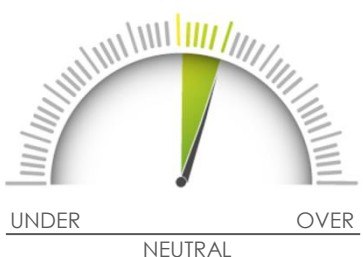
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Abbiamo temporaneamente adottato un approccio più prudente sui metalli preziosi, dato il rischio che la Federal Reserve possa rialzare i tassi di interesse a seguito del discorso di Warsh a Jackson Hole, poiché un dollaro più forte potrebbe innescare ritracciamenti nel breve termine, pur rimanendo intatta la tesi rialzista di lungo periodo. Non nutriamo invece analoghe preoccupazioni per i metalli industriali - in particolare per le terre rare - poiché i relativi deficit di offerta sono destinati ad accentuarsi nei prossimi anni a causa del loro crescente impiego in diversi settori strategici, quali lo sviluppo dell'intelligenza artificiale, la corsa allo spazio, le applicazioni militari e la produzione di energia.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro US: view portata a **neutrale**. La recente debolezza del biglietto verde potrebbe rientrare qualora la Federal Reserve rialzasse i tassi di interesse a settembre, uno scenario divenuto sempre più probabile a seguito dei commenti di Warsh a Jackson Hole.

Euro: view portata a **neutrale**. Ciò è legato non solo al miglioramento del giudizio sul dollaro statunitense a Neutrale, ma anche al fatto che gli investitori potrebbero diventare sempre più cauti nei confronti dell'Europa con l'avvicinarsi delle elezioni francesi all'inizio del 2027.

Renminbi Cinese: view mantenuta **neutrale**.

Valute emergent: view portata a **neutrale**, a causa del rischio di un rafforzamento del dollaro.

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.