

## Eventi principali

### 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



## Europa sotto stress

- **Le elezioni europee non hanno portato a un cambiamento significativo nella composizione del Parlamento. Tuttavia, la decisione di Macron di indire elezioni lampo ha scosso i mercati.**
- **I timori del mercato, tuttavia, sono viste come esagerate, considerando che l'unico rischio concreto al momento potrebbe essere un ulteriore slittamento fiscale in Francia**
- **Negli Stati Uniti, i numeri delle buste paga continuano a sembrare sovrastimati, mentre la Fed si è dimostrata più hawkish del previsto, riducendo il numero di tagli previsti per il 2024 a uno solo.**

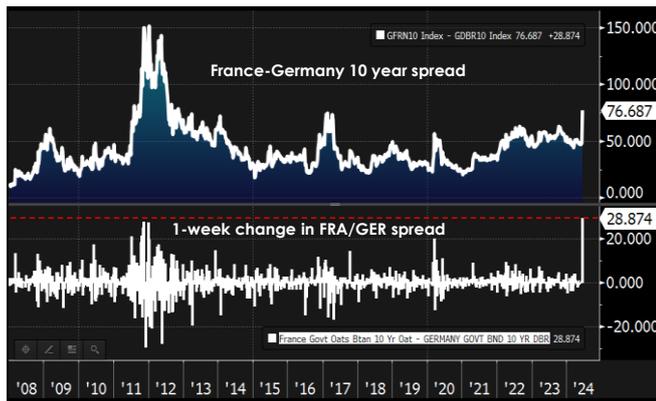
La settimana appena conclusa si preannunciava cruciale. E così è stato, ma non per i motivi che il mercato si aspettava, ovvero la riunione della Fed con le nuove proiezioni e il Dot Plot. A creare scompiglio sui mercati è stata la decisione di Macron di indire **elezioni lampo in Francia** all'indomani delle elezioni europee.

Le **elezioni europee**, in realtà, **non hanno cambiato significativamente lo status quo**. Il centrista Partito Popolare Europeo (PPE) ha guadagnato 14 seggi, passando a 190, il partito di sinistra Socialisti e Democratici (S&D) ha perso 3 seggi, scendendo a 136, e il Partito Verde ha subito la più grande sconfitta, passando da 71 a 52 seggi (va notato, tuttavia, che il numero totale di seggi è aumentato in queste elezioni da 705 a 720). I partiti estremisti, in particolare quelli di destra, hanno registrato un aumento, ma non sufficiente a metterli in una posizione di rilievo.

Il voto anti-establishment è stato particolarmente forte in Francia e, in misura leggermente minore, in Germania. Tuttavia, la decisione di Macron di sciogliere il Parlamento nazionale e indire elezioni parlamentari (non presidenziali, Macron resterà in carica) è stata vista come una mossa disperata e, soprattutto, poco ponderata.

Molti hanno fatto un parallelo con la decisione di Cameron nel 2016 di indire un referendum sulla Brexit. Non siamo d'accordo con questa visione, perché non c'è alcun rischio per l'Unione Europea. In primo luogo perché si tratta di elezioni nazionali e non di un referendum sull'uscita dall'euro.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

In secondo luogo perché il partito di Marine Le Pen, dal 2022 ufficialmente guidato da Jordan Bardella, ha abbandonato da tempo l'idea di lasciare l'UE. In terzo luogo, perché anche se un partito anti-establishment riesce a formare un governo, in genere diventa molto più "allineato" quando è al potere rispetto a quando era all'opposizione. Questa dinamica è stata osservata più volte in Italia negli ultimi decenni. Non ci sono ragioni per cui questa volta sia diversa.

L'unica preoccupazione ragionevole, da quanto si può osservare al momento, è che esiste una possibilità non trascurabile che il partito di Le Pen, (Rassemblement National, «RN»), se riuscisse a formare un governo, possa attuare politiche fiscali che minerebbero ulteriormente le finanze pubbliche.

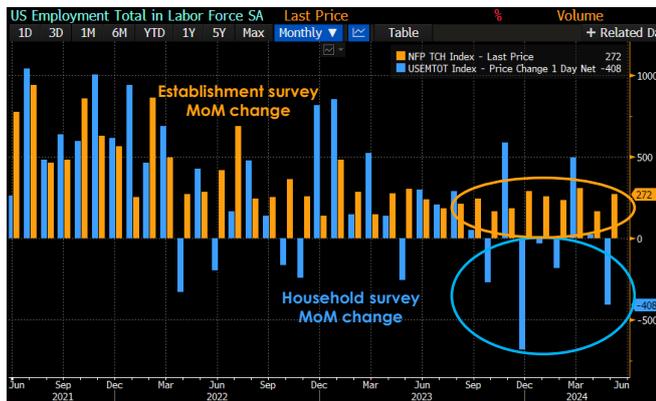
Il deficit di bilancio della Francia nel 2023 era del 5,5%, uno dei più alti in Europa dopo quello dell'Italia (7,4%), mentre il debito pubblico, sebbene in calo rispetto al 118% post-pandemia, dovrebbe aumentare leggermente nei prossimi anni. Sulla base di queste dinamiche, Fitch ha declassato la Francia nel 2023 e S&P ha fatto lo stesso poco prima delle elezioni europee. La possibilità che il partito RN provochi un ulteriore slittamento del bilancio è quindi motivo di preoccupazione. Inoltre, la decisione dei partiti di sinistra di presentare un fronte unito per affrontare il RN riduce ulteriormente le possibilità dei candidati dei partiti centristi di ottenere seggi nel nuovo parlamento. L'estrema destra e l'estrema sinistra potrebbero quindi essere i due principali raccoglitori di voti alle prossime elezioni. Un parlamento con una maggioranza di populistici è potenzialmente più propenso ad aumentare la spesa pubblica. Ma le altre preoccupazioni sono per il momento infondate.

Tuttavia, i mercati hanno reagito molto male. A contribuire al tracollo è stata un'altra decisione sbagliata di Macron, ovvero quella di indire le elezioni in tempo reale, già il 30 giugno p.v.. È ragionevole aspettarsi che l'investitore medio abbia ridotto cautamente l'esposizione all'Europa e ancor più alla Francia nel periodo precedente alle elezioni, considerando che l'esito potrebbe non essere dei migliori per i mercati. Ma tre settimane sono un orizzonte temporale estremamente limitato dal punto di vista finanziario, soprattutto se si considera che tutti i flussi di investimento saranno unilaterali.

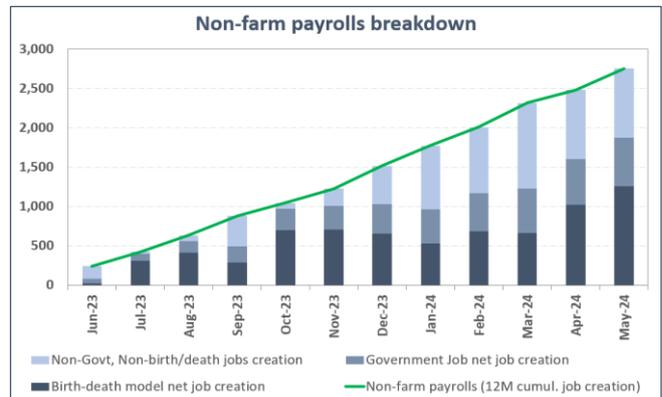
Lo **spread Francia-Germania è salito di 29 punti base** nella settimana, il più grande aumento della storia, persino maggiore di quello registrato durante i momenti più bui della crisi della periferia europea nel 2011. L'indice azionario francese, il CAC 40, ha perso oltre il 6% nonostante includa numerose società multinazionali, tra cui marchi di lusso che svolgono gran parte delle loro attività al di fuori della Francia. Ma è stato l'indice delle small-cap a soffrire di più, con un crollo dell'11%, a causa della maggiore dipendenza delle small-cap dall'economia nazionale e della loro minore liquidità. Entrambi gli indici hanno quasi annullato tutti i loro guadagni annuali.

Come se non bastasse, nello stesso periodo l'UE ha annunciato un **aumento delle tariffe sui veicoli elettrici cinesi**. Questa mossa potrebbe causare una ritorsione da parte della Cina. È noto che l'economia europea è trainata principalmente dalle esportazioni, in quanto i consumi interni sono sempre rimasti fiacchi. La Cina è un importante mercato di esportazione per i beni europei, in particolare per i beni di lusso, tra cui le automobili. Non sorprende che le case automobilistiche, in particolare quelle di fascia alta, e i marchi di lusso abbiano sofferto molto la scorsa settimana. Fortunatamente, per ora la Cina sembra prendere in considerazione solo l'imposizione di tariffe sulle importazioni di carne suina. Se le ritorsioni si limitassero a questo, l'impatto sarebbe minore, almeno dal punto di vista dei mercati finanziari.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg, Azimut elaboration

Riteniamo quindi possibile che l'Europa rimanga sotto pressione fino alle elezioni, ma che, a meno di una vittoria schiacciante del partito RN, i mercati finanziari possano rimbalzare nella prima parte di luglio, ritracciando almeno in parte la correzione in corso. Per quanto riguarda il medio termine, una valutazione potrà essere fatta solo dopo che sarà noto il risultato delle elezioni.

Dopo questa lunga sezione sulle elezioni europee, non possiamo tuttavia trascurare gli altri due eventi principali delle ultime due settimane, i dati nonfarm payrolls\* sul lavoro e la Fed.

I **dati Non Farm Payrolls (NPF)** sono stati ancora una volta apparentemente forti. Tuttavia, le incongruenze di cui abbiamo parlato nel precedente report sono diventate ancora più evidenti.

Come spiegato in precedenza, esistono due principali indagini sul mercato del lavoro: l'Household Survey e l'Establishment Survey. L'indagine sui Non Farm Payrolls (establishment), quella più attentamente monitorata, mostra da oltre sei mesi dati di gran lunga migliori rispetto all'indagine sulle household. Da dicembre 2023 a oggi, i Non Farm Payrolls mostrano oltre 2 milioni di posti di lavoro creati in più rispetto all'indagine sulle household. Per quanto riguarda il solo dato di maggio, i Non Farm Payrolls riportano 272.000 nuovi posti di lavoro, mentre in base all'indagine sulle Household se ne sarebbero persi 408.000. La recente ripresa delle richieste di disoccupazione iniziali sembra convalidare le indicazioni dell'indagine sulle household.

Non possiamo inoltre non sottolineare come il dato sui Non Farm Payrolls sia stato pesantemente distorto dal cosiddetto modello "nascita-morte" nell'ultimo anno. Questo modello dovrebbe correggere il numero totale di posti di lavoro creati sulla base di una stima di quante nuove imprese sono state create (nascita) e quante hanno chiuso (morte). Non è possibile verificare i dati prodotti da questo modello, che è una sorta di "scatola nera".

Dei 2,75 milioni di posti di lavoro creati negli ultimi 12 mesi in base al rapporto sui Non Farm Payrolls, ben 1,25 milioni sono attribuibili al modello nascita-morte. Nel solo mese di maggio, a fronte di un totale di 272.000 nuovi posti di lavoro, 231.000 sono stati attribuiti esclusivamente a questo modello. Inoltre, nell'ultimo anno il governo da solo ha creato circa 600.000 posti di lavoro. Se escludiamo il contributo del modello di natalità e dei nuovi posti di lavoro statali, che non sono certo indicativi di un'economia forte, nell'ultimo anno sono stati effettivamente creati meno di 900.000 posti di lavoro, ovvero solo un terzo del totale riportato dai Non Farm Payrolls.

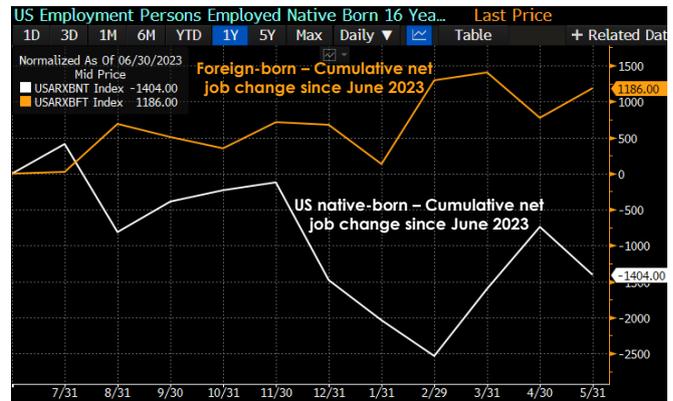
La storia non finisce qui. Se dividiamo i dati sull'occupazione in posti di lavoro a tempo pieno e posti di lavoro a tempo parziale, vediamo che i primi sono in calo (-1,5 milioni nell'ultimo anno), mentre i secondi sono in aumento (+2,2 milioni). Non possiamo considerare i posti di lavoro a tempo parziale come quelli a tempo pieno. In questo caso, il dato complessivo delle buste paga non agricole porta a una sovrastima della "qualità" dei posti di lavoro.

\* I Non Farm Payrolls sono la misura del numero di lavoratori negli Stati Uniti esclusi i lavoratori agricoli e altri.

(continua)



Fonte: Bloomberg



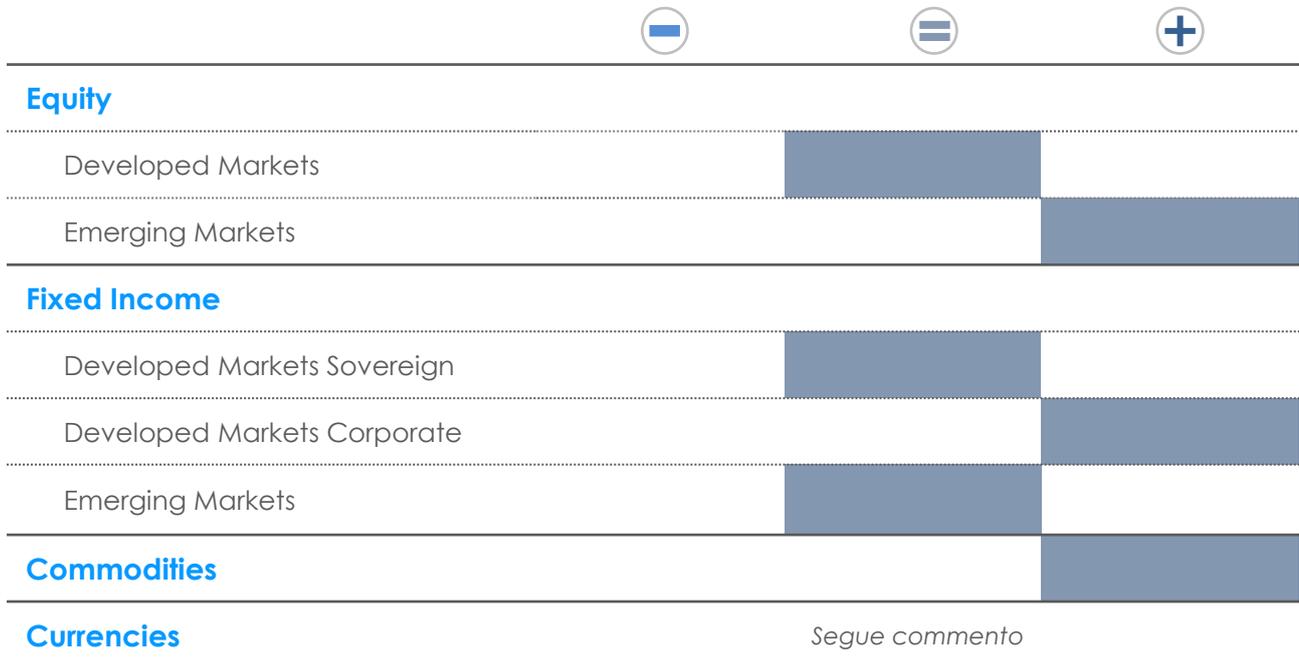
Fonte: Bloomberg

Inoltre, se dividiamo il dato per cittadinanza, il numero di occupati nativi (cittadini statunitensi) è diminuito di 1,4 milioni nell'ultimo anno, mentre gli "stranieri" (persone che vivono negli Stati Uniti ma non sono cittadini statunitensi) hanno ottenuto 1,2 milioni di nuovi posti di lavoro. I dati complessivi sull'occupazione sovrastimano ancora una volta la forza dei lavoratori statunitensi, poiché i nuovi posti di lavoro sono andati soprattutto agli immigrati, il cui numero è aumentato notevolmente durante la presidenza Biden. Ma per i cittadini statunitensi, che sono responsabili della maggior parte dei consumi, la situazione non è così rosea come viene dipinta.

Per concludere, qualche parola sulla **Fed**. La banca centrale americana sembra essere sempre più discostata dalla realtà. A dicembre, quando l'inflazione era ben lungi dall'essere sconfitta, la Fed ha stimato tre tagli per il 2024. Nei primi mesi dell'anno, quando ogni mese uscivano dati sull'inflazione più forti del previsto, la Fed ha minimizzato l'importanza di questi dati. Ora che l'inflazione è risultata in linea o inferiore alle attese per due mesi consecutivi, il numero di tagli previsti (come indicato dai nuovi dot aggiornati) è sceso a uno solo. Inoltre, il "tasso terminale" o "tasso neutrale" è stato ulteriormente innalzato.

Alla luce di quest'ultima svolta, se l'economia dovesse rallentare, è possibile che la Fed sia reticente ad abbassare i tassi con la rapidità necessaria. E questa possibilità sembra essere sempre meno remota, come abbiamo scritto in questo e nei precedenti report.

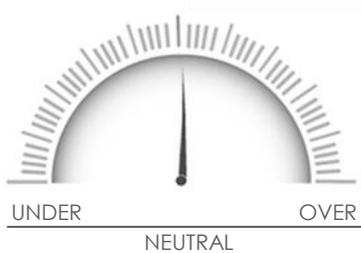
# Asset Allocation View



UNDER   
 NEUTRAL   
 OVER

## Equity

### Developed Markets



View mantenuta **neutrale**. Gli sviluppi in Europa discussi nel prologo di questo report potrebbero continuare a tenere sotto pressione il Vecchio Continente, almeno fino alle elezioni francesi di fine mese. Inoltre, l'atteggiamento più hawkish del previsto della Fed, che ha ridotto a uno solo il numero di tagli per il 2024 e ha aumentato il tasso terminale, potrebbe pesare sulle azioni. D'altro canto, lo slancio positivo potrebbe continuare, nonostante le valutazioni.

US



Europe



Japan



### Emerging Markets



View mantenuta a **leggero sovrappeso**. I recenti sviluppi in Messico e Brasile stanno spingendo gli investitori a riallocare la loro esposizione all'interno dell'universo dei mercati emergenti. I maggiori beneficiari di questo cambiamento di allocazione sono i mercati asiatici, in particolare la Cina e l'India, dove si ritiene possibile una continuazione del trend rialzista.

Asia ex-Japan



EEMEA

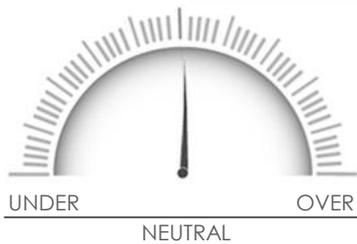


LATAM



## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View abbassata a **neutrale**. Dopo il forte calo dei rendimenti delle ultime settimane, in particolare sulle due curve percepite come "beni rifugio", Stati Uniti e Germania, riteniamo che vi sia uno spazio limitato per un ulteriore calo dei rendimenti nell'immediato. Se le elezioni francesi dovessero rivelarsi meno preoccupanti di quanto previsto finora, è possibile una parziale inversione dei recenti movimenti. Tuttavia, è realistico ipotizzare che gli spread francesi e italiani rispetto alla Germania si assesteranno nel medio termine a un livello non troppo distante da quello attuale, senza tornare ai livelli pre-elettorali.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta a **leggero sovrappeso**. Manteniamo la nostra preferenza per le obbligazioni societarie investment grade grazie ai loro spread costantemente ridotti.

IG Europe



IG US



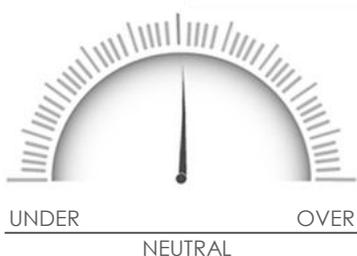
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta allo stesso modo **neutrale**.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta a **leggero sovrappeso**. I metalli preziosi sono rimasti le nostre uniche materie prime preferite in quanto fungono da copertura del portafoglio in caso di tensioni geopolitiche inattese, pressioni inflazionistiche sostenute e incertezze politiche. Inoltre, i metalli preziosi stanno guadagnando grazie agli ingenti acquisti effettuati dalle banche centrali, in particolare dalla Bank of China. Siamo invece sempre più cauti sulle materie prime più legate al ciclo economico.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view mantenuta **neutrale** sul dollaro USA. Il rafforzamento del 2% degli ultimi giorni può essere attribuito interamente all'esito delle elezioni europee e in particolare alla decisione di Macron di indire elezioni lampo, e l'attuale tasso di cambio è considerato equo.

**Euro:** la view dell'euro è stata mantenuta **neutrale**, per lo stesso motivo, inverso, citato per il dollaro USA.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **negativa**. La Cina sta gradualmente lasciando che il Renminbi si indebolisca, anche se i tassi di mercato continuano a rimanere vicini al limite superiore della banda di fluttuazione consentita rispetto al fixing della banca centrale. Ciò significa che c'è ancora un'ampia pressione di vendita e un rischio di ribasso per la valuta.

**Valute emergenti:** view portata a **neutrale**. Tra le valute emergenti, il comitato di investimento preferisce ora la Lira turca.

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.