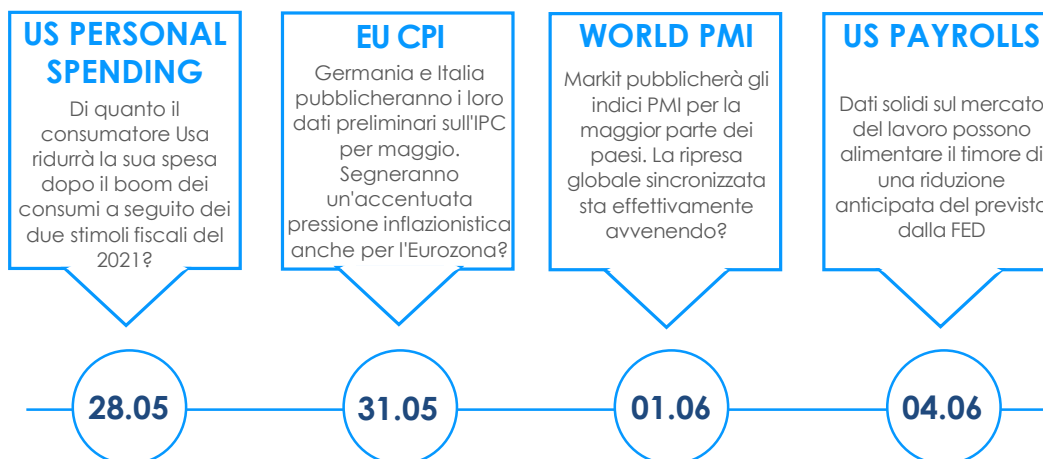


## Eventi Principali

### 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



## Qui per restare

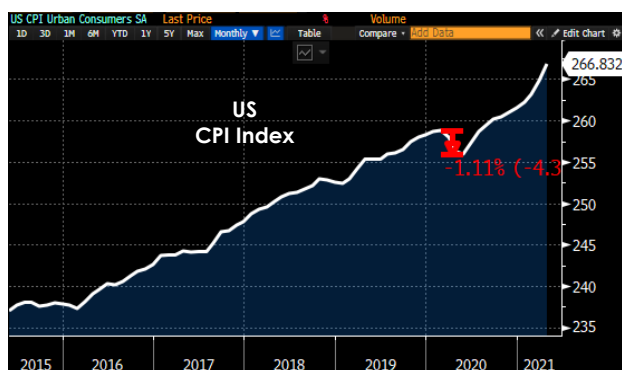
- **Gli ultimi dati sull'inflazione negli Stati Uniti sono stati nettamente superiori alle aspettative.**
- **Il boom delle materie prime, le strozzature nella catena di offerta, la carenza di manodopera e gli stimoli fiscali possono avere effetti duraturi.**
- **Le banche centrali sono ancora convinte che questi effetti saranno transitori e finora i mercati finanziari non stanno mettendo in discussione queste ipotesi.**

Nelle ultime due settimane, sono stati pubblicati diversi numeri sull'inflazione, ma tutti sono stati rapidamente etichettati dalla Fed come transitori e/o dovuti all'effetto base; i mercati hanno seguito silenziosamente l'esempio. Esaminiamo attentamente e oggettivamente questi dati.

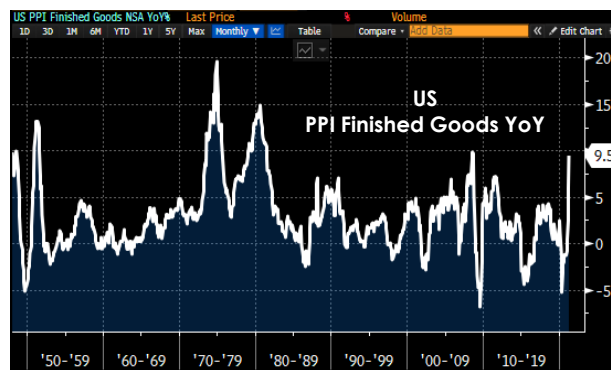
Come tutti sanno, il CPI generico statunitense si è attestato a +4,2%, e il dato «core» a +3,0%, molto superiore alle attese, anche considerando il noto «effetto base». Come promemoria: l'IPC (indice dei prezzi al consumo) è sceso dell'1,1% lo scorso anno a causa della pandemia e dei conseguenti lockdown. Questo calo «anormale» costituisce il famoso «effetto base», ovvero quanto la lettura dei CPI avrebbe dovuto essere distorta al rialzo. Ipotizzando un'inflazione stabile intorno al 2%, il CPI sarebbe dovuto salire solo fino al 3,1% a causa dell'effetto base. Il dato di aprile, invece, si è attestato sopra il 4% e, come si può vedere dall'evoluzione dell'indice CPI nella pagina successiva, l'inflazione ha effettivamente accelerato al rialzo.

Pochi giorni dopo il PPI (indice dei prezzi alla produzione) ha dato indicazioni simili. Vale la pena notare che il dato PPI utilizzato di recente è la «domanda finale», creata alla fine del 2009, e non più il «vecchio» indice dei «prodotti finiti» che esisteva dal dopoguerra. La differenza fondamentale tra i due è che la «domanda finale» è molto più stabile nel tempo dei «prodotti finiti» e l'adozione della nuova metrica aiuta a dimostrare la stabilità dei prezzi. Ad aprile, la domanda finale del PPI è aumentata «solo» del 6,2%, mentre quella finale del 9,5%, una delle letture più alte del dopoguerra e sperimentata solo durante le precedenti esplosioni inflazionistiche.

## Qui per restare (continua)



Fonte: Bloomberg

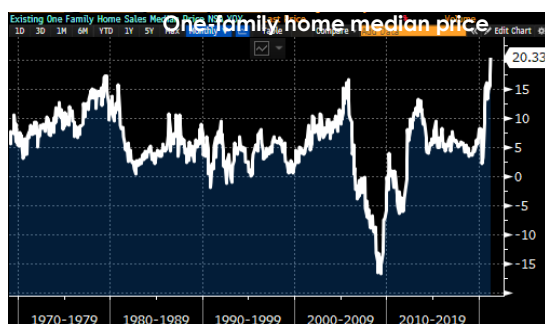


Fonte: Bloomberg

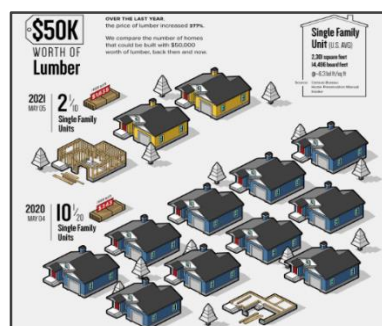
Anche l'aumento dello 0,9% nel CPI «core» mese/mese (valore più alto dal 1981) è stato attribuito a effetti transitori come gli aumenti delle tariffe delle auto usate e delle compagnie aeree, che spiegano circa la metà dell'aumento. Stranamente, ora anche all'interno degli indici «core» progettati specificamente per filtrare gli effetti transitori, è apparentemente possibile trovare componenti volatili.

**Quanto è plausibile che questi aumenti siano effettivamente transitori?** La crescente domanda di auto nuove e usate deriva da fattori che potrebbero non essere così transitori. Da un lato c'è la mancanza di fornitura di chip che sta causando colli di bottiglia nella produzione di auto e riducendo la disponibilità di nuove auto, in particolare i veicoli elettrici che richiedono più chip per funzionare. D'altra parte, i possibili cambiamenti strutturali nelle abitudini di vita a cui stiamo assistendo a causa del Covid-19 stanno causando un massiccio trasferimento dai grandi centri urbani verso aree meno densamente popolate. Il trasferimento nelle zone sub-urbane si traduce in un aumento dell'uso dell'auto privata (piuttosto che della metropolitana o dei trasporti pubblici) per andare a lavorare o portare i bambini a scuola. A causa della pandemia, le persone, anche quelle che rimangono nelle grandi città, potrebbero essere meno inclini a utilizzare i mezzi pubblici.

Questo stile di vita sta supportando anche la domanda di case, con i prezzi medi delle case unifamiliari esistenti che sono aumentati del +20,3% su base annua ad aprile, il più alto mai registrato. I prezzi degli immobili sono spinti al rialzo anche dall'aumento delle materie prime, in particolare del legname (oggi si potrebbero costruire solo due case con lo stesso valore di legname rispetto alle dieci dello scorso anno). Poiché l'immobile è considerato un investimento, non è incluso nel CPI (dove sono inclusi gli affitti). Gli affitti rappresentano circa un quinto del paniere dei prezzi al consumo e si stima che attualmente crescano a un ritmo annuo del 2%. È ragionevole aspettarsi che gli affitti seguano l'aumento del settore immobiliare nei prossimi mesi, aggiungendo nuove pressioni inflazionistiche.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Visual Capitalist

Se il legname è stato particolarmente «caldo» di recente e i prezzi delle materie prime in generale sono ben al di sopra del livello pre-pandemico, questo non può essere spiegato dall'effetto base (grafico nella pagina successiva). Anni di debole crescita globale hanno portato a investimenti strutturali insufficienti nella capacità installata di estrazione di materie prime. L'offerta limitata deve affrontare una domanda crescente a causa della spesa per infrastrutture sostenuta dalla fiscalità, dello sviluppo di tecnologie verdi (batterie elettriche, miglioramento delle reti elettriche, ecc.) e dalla necessità di ricostituire le scorte che sono scese a livelli record anche prima che le riaperture raggiungano la piena velocità.

## Qui per restare (continua)

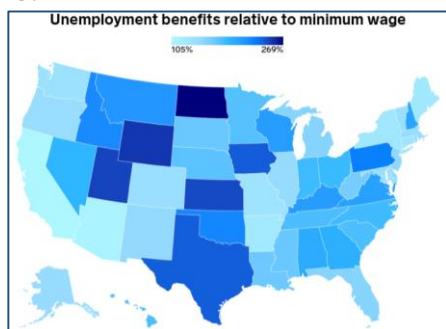


Fonte: Bloomberg

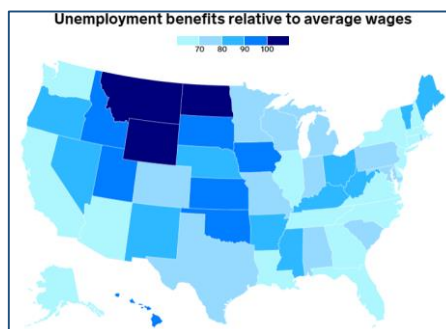


Fonte: Bloomberg

L'assicurazione contro la disoccupazione è un altro fattore che contribuisce alle pressioni inflazionistiche a causa dei suoi effetti collaterali sul mercato del lavoro. **Questi sussidi sono stati portati a livelli tali da agire effettivamente come un disincentivo a tornare al lavoro**, specialmente per quei lavoratori nelle fasce di reddito più basse. Il grafico in basso a sinistra mostra l'indennità di disoccupazione a confronto con il salario minimo e le cifre comprese tra il 105% e il 269% indicano che si riceve fino a quasi il triplo dello stipendio per non lavorare. In molti stati, le indennità di disoccupazione rappresentano il 70% o più del salario medio (grafico a destra). Le persone che scelgono di non lavorare possono risparmiare sul pendolarismo, mangiare fuori, fare da babysitter, ecc. Tutto sommato, al netto di quei risparmi più i sussidi di disoccupazione, sono un'alternativa molto competitiva al non lavorare per la maggior parte della popolazione.



Fonte: [www.businessinsider.com](http://www.businessinsider.com)



Fonte: [www.businessinsider.com](http://www.businessinsider.com)

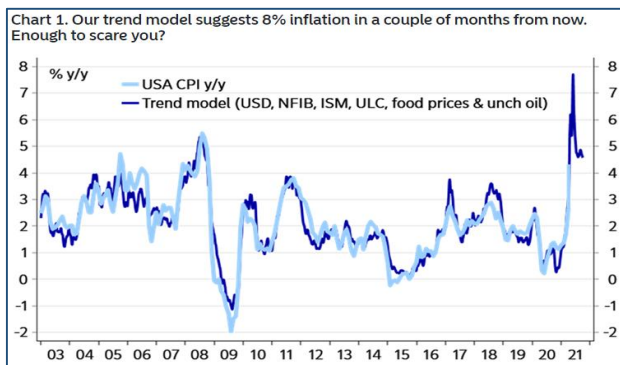
Di conseguenza, le imprese, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni, fanno sempre più fatica a trovare persone disposte a lavorare. Un report sulle piccole imprese ha mostrato che le opportunità di lavoro sono difficili da colmare e sono salite al livello più alto mai raggiunto. Il 7% degli imprenditori ha citato il costo del lavoro come principale problema aziendale e il 24% ha affermato che la qualità del lavoro era il problema principale. Dopo l'ultimo deludente rapporto sui salari, la Camera di Commercio ha chiesto di sospendere i sussidi di disoccupazione supplementari settimanali di 300 dollari per far fronte alla carenza di manodopera ([www.uschamber.com](http://www.uschamber.com)).

Inoltre, **la proposta di Biden di aumentare il salario minimo a 15 dollari l'ora** sta esercitando pressioni sulle aziende affinché aumentino i loro stipendi. Chipotle (importante catena Usa di cibo messicano) ha già aumentato il suo salario minimo a \$ 15, McDonald's sta cercando di assumere 10.000 lavoratori ed è costretta ad aumentare il suo stipendio medio del +10% a \$ 13; ma alcuni dei ristoranti di proprietà degli affiliati suggeriscono la possibilità di trasferire questi costi più elevati ai clienti. Come tutti sanno, **gli aumenti salariali per loro stessa natura non sono transitori**.

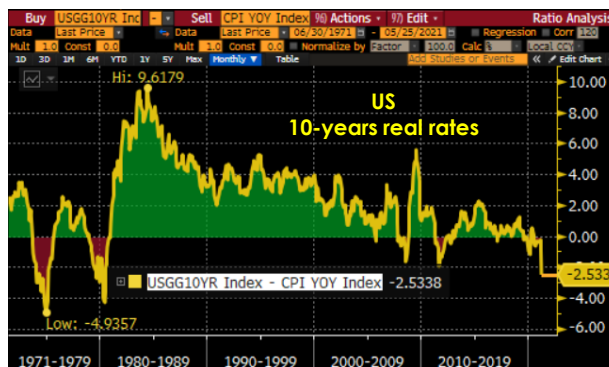


Fonte: Bloomberg

## Qui per restare (continua)



Fonte: Macrobond and Nordea



Fonte: Bloomberg

Tutte le prove presentate finora sembrano suggerire che le pressioni inflazionistiche potrebbero essere più persistenti del previsto. Macrobond e Nordea (grafico a sinistra sopra) hanno sviluppato un modello proprietario che ha predetto esattamente l'evoluzione del CPI e suggerisce che **in pochi mesi potremmo vedere l'inflazione raggiungere una cifra molto più elevata dell'attuale**. Inoltre, si deve tener conto che non abbiamo ancora visto gli effetti sui prezzi del boom dei consumi che si prevede si verificherà a seguito della normalizzazione e della piena riapertura delle economie, oltre all'aumento della domanda indotto dal governo piani di spesa per infrastrutture sostenuti.

In passato, era ampiamente accettato che il PPI fosse un indicatore importante per l'IPC e che la politica monetaria avesse bisogno di almeno alcuni mesi (convenzionalmente almeno sei) per iniziare ad avere effetti sull'economia reale. I banchieri centrali stanno attualmente sfidando quei vecchi paradigmi e affermando che reagiranno solo ex-post e non più ex-ante. Di conseguenza (grafico sopra a destra), stanno lasciando che i tassi reali scendano a livelli così negativi, raggiunti solo durante i due precedenti boom inflazionistici degli anni '70 e '80. Sono sempre più fiduciosi nella loro capacità di tenere sotto controllo l'inflazione dopo anni di allentamento monetario che non si sono tradotti in un aumento dell'inflazione. Ciò potrebbe rivelarsi molto rischioso, poiché esiste una differenza piuttosto grande tra l'allentamento monetario e quello fiscale.

L'allentamento monetario (QE) non si è tradotto in inflazione (reale) perché la liquidità incrementale è rimasta confinata ai mercati finanziari. Il suo unico effetto è stato un aumento del valore delle attività finanziarie (inflazione delle attività), ma poiché le attività sono solitamente di proprietà di persone già benestanti che tipicamente hanno una bassa propensione al consumo, l'economia reale non ha beneficiato dei QE. In termini più tecnici: la quantità di denaro (massa monetaria M2, ossia gli asset più liquidi) è cresciuta, mentre il PIL è rimasto sostanzialmente invariato. Di conseguenza, la velocità di circolazione del denaro è diminuita, favorendo una minore inflazione.

Al contrario, l'allentamento fiscale sta mettendo soldi direttamente nei portafogli delle persone e in particolare di quelle con il reddito più basso che sono anche quelle con la più alta propensione al consumo. Spinti da questi consumi, il PIL, la velocità del denaro e l'inflazione potrebbero aumentare più rapidamente del previsto.

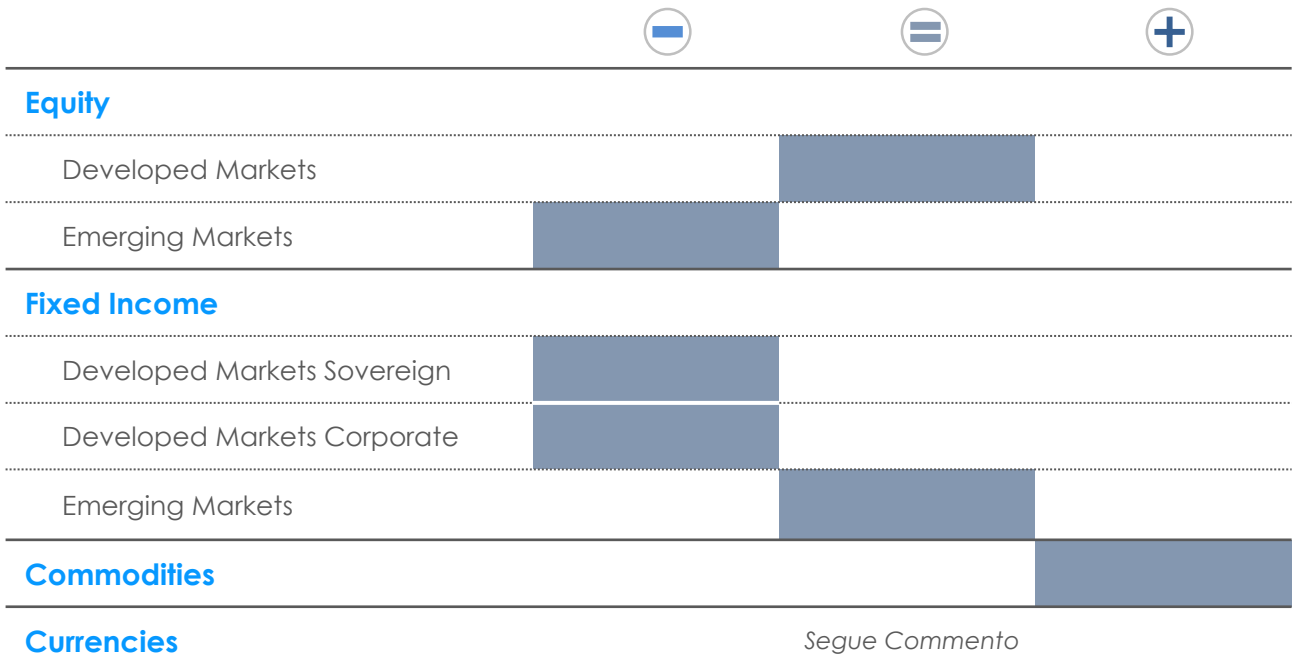
In conclusione: il rischio principale per il futuro è che se **la Fed e le altre banche centrali** continuano a sottovalutare l'entità e la persistenza dell'attuale picco inflazionistico, **potrebbero essere costrette a reagire con forza ex-post**.

Speriamo tutti che abbiano ragione.



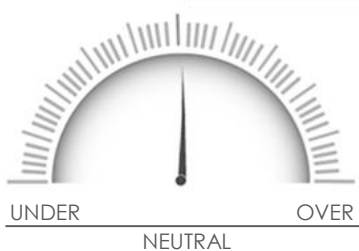
Fonte: Hedgeye

# Asset Allocation View



## Equity

### Developed Markets



View mantenuta neutrale. La più grande minaccia per la valutazione delle azioni, un picco di inflazione che a sua volta potrebbe causare un aumento dei tassi, non ha avuto alcun effetto sui mercati poiché diversi membri delle banche centrali hanno minimizzato il rischio di inflazione. In termini di allocazione geografica, continuiamo a preferire l'Europa e l'Italia in particolare, in quanto sono più «value» rispetto agli Stati Uniti e scambiano a multipli inferiori alle medie storiche dell'MSCI World. In termini di stili, prediligiamo lo stile di investimento value.

US



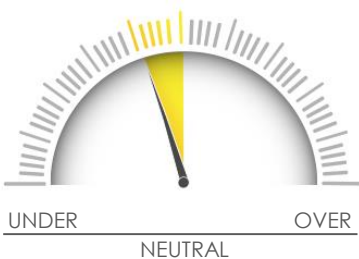
Europe



Japan



### Emerging Markets



View mantenuta in sottopeso. Le minacce di un aumento dell'inflazione e di un tapering nella seconda metà dell'anno potrebbero continuare a pesare sul sentiment degli investitori nei confronti degli asset dei mercati emergenti. Nello spazio dei mercati emergenti, stiamo mantenendo una posizione cauta sull'Asia escluso il Giappone, non solo perché l'Asia è il più grande importatore di materie prime, ma anche a causa della nuova esplosione di infezioni da Covid-19 in alcuni paesi.

Asia ex-Japan



EEMEA

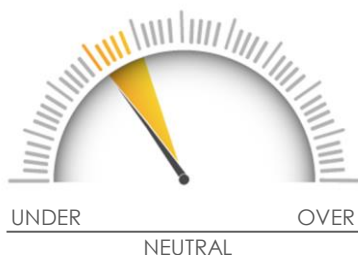


LATAM



## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta in sottopeso. Anche se i recenti dati sul CPI sono stati ben digeriti dai mercati, la nostra aspettativa è che i tassi continueranno ad aumentare nei prossimi mesi per le ragioni spiegate nella sezione macro di questo report. Considerando la recente sottoperformance dei BTP italiani, riaffermiamo la nostra visione (relativa) positiva sulle obbligazioni della periferia europea, in attesa di un restringimento dello spread Bund-BTP. Inoltre, se il Bund decennale dovesse raggiungere lo zero prima della BCE, potremmo aggiornare tatticamente la nostra raccomandazione anche sulle obbligazioni core dell'UE.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta negativa. Non ci sono aspettative di ulteriore compressione degli spread corporate investment grade. Poiché la performance delle obbligazioni investment grade sarà quindi principalmente influenzata dall'evoluzione dei tassi privi di rischio, è probabile che queste obbligazioni forniscano rendimenti negativi e preferiamo evitarli. Nei segmenti crossover / high yield, c'è ancora spazio per una certa compressione dello spread, ma la maggior parte della stretta è già avvenuta e dovrebbe essere giustificato un approccio più cauto. Considerando quanto sopra, per coloro che cercano di ottenere rendimenti più elevati su un orizzonte temporale più lungo, le strategie di debito privato sono una soluzione adatta che presenta anche un profilo di rischio interessante.

IG Europe



IG US



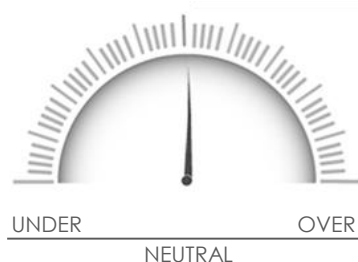
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta neutrale. Oltre al rischio di ulteriori aumenti dei tassi risk-free negli Stati Uniti, alcuni mercati emergenti stanno vivendo una nuova ondata di casi di Covid-19. Ciò potrebbe far deragliare o ritardare le aspettative di una crescita sostenuta del PIL e impedire alle banche centrali di aumentare i tassi per difendere le valute e / o frenare le pressioni inflazionistiche.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta positiva, poiché riteniamo che le materie prime possano aver avviato un altro super ciclo rialzista. La situazione rialzista sui metalli preziosi è ancora sostenuta dall'ampia liquidità e dall'impennata dei deficit fiscali, anche se un aumento dei tassi a lungo termine è sempre più plausibile. Per quanto riguarda le materie prime agricole, industriali ed energetiche: una combinazione di anni di investimenti insufficienti, domanda in aumento e colli di bottiglia delle spedizioni stanno portando i prezzi delle materie prime a nuovi massimi.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Euro, Dollaro americano e Yen giapponese:** mantenuta la view neutrale in linea con la raccomandazione per tutte le altre valute. Il punto di vista del comitato di Asset Allocation è che, a breve termine, tutte le principali valute rimarranno limitate all'interno del loro intervallo di negoziazione recente.

**Valute emergenti:** mantenuta la view neutrale. In caso di ulteriore aumento dei tassi statunitensi, le valute dei mercati emergenti potrebbero avere margini di indebolimento.

Euro		USD		Yen		Emerging	
------	---	-----	---	-----	---	----------	---

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.