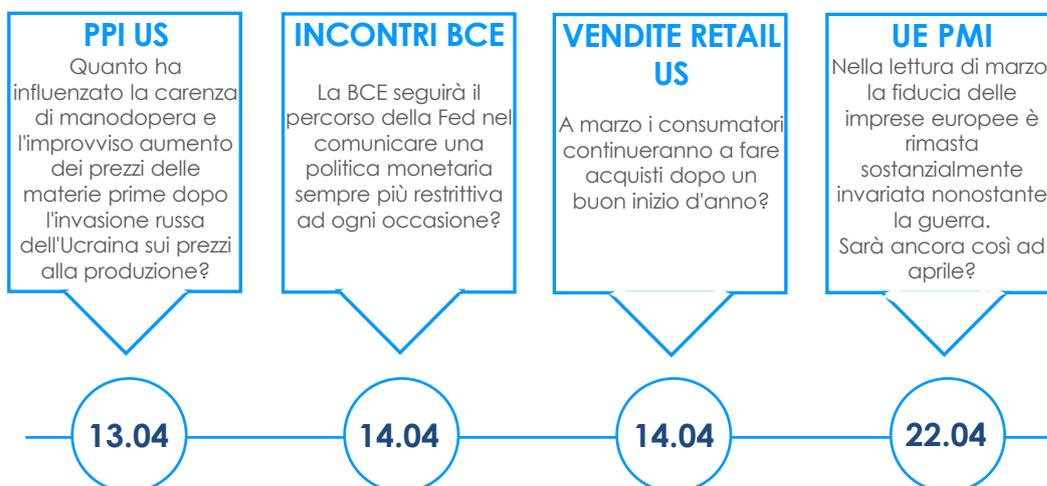


Principali Eventi

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



Non combattere le banche centrali

- **Negli ultimi decenni, gli attori del mercato si sono abituati alla realtà che le banche centrali hanno quasi sempre sostenuto il mercato.**
- **Pertanto, nonostante le previsioni esplicite di politiche monetarie notevolmente più restrittive nel prossimo futuro da parte delle banche centrali, il mercato rifiuta di arrendersi al nuovo atteggiamento.**
- **Il fatto che finora il mercato abbia snobbato i messaggi aggressivi delle banche centrali rende i mercati azionari vulnerabili a ulteriori correzioni.**

«Non combattere la Fed» è sempre stato uno dei mantra più affermati del mercato. Originariamente si applicava in entrambe le direzioni: se la Fed era accomodante i partecipanti al mercato mantenevano un atteggiamento rialzista, se la Fed era restrittiva un atteggiamento cauto. La situazione iniziò però a cambiare negli anni '90, quando fu introdotto il concetto di «Fed's put», ovvero la tendenza della Fed ad intervenire a sostegno dei mercati ogni volta che iniziavano a correggere. Nel corso degli ultimi decenni, quindi, il significato di «non combattere la Fed» è cambiato, diventando uni-direzionale: «bisogna comprare sempre e comunque perché se c'è un problema la Fed sosterrà il mercato».

Ciò ha incoraggiato i partecipanti al mercato ad **assumere maggiori quantità di rischio nei loro portafogli**, indipendentemente dalle valutazioni o dalle condizioni macroeconomiche. Negli ultimi due anni, questo è diventato ancora più evidente e oggi stiamo vivendo il paradosso che il mercato ha iniziato a combattere la Fed, perché ciò che la Fed vuole fare (alzare i tassi) produrrebbe una correzione del mercato che i partecipanti al mercato non vogliono. In pratica, il mercato accetta «non combattere la Fed» se e solo se la Fed è d'aiuto, non il contrario.

I verbali degli ultimi incontri della Federal Reserve e della BCE sembrano dire chiaramente al mercato che ha torto e che deve riabituarsi al fatto che «non combattere la Fed» si applica in entrambe le direzioni.

Non combattere le banche centrali (continua)

Dai verbali dell'ultimo incontro della Fed si capisce che la decisione di alzare i tassi di interesse di soli 25 punti base è esclusivamente giustificata dall'incertezza degli effetti della guerra in Ucraina. Senza questi eventi, i tassi sarebbero stati alzati di 50 punti. Inoltre, i verbali hanno rivelato che molti governatori sostengono che in futuro un ulteriore rialzo di un punto o di mezzo punto sarà necessario per combattere l'inflazione che è la più alta degli ultimi 4 decenni.

Ciò che ha sorpreso il mercato, tuttavia, sono stati i dettagli dei piani di riduzione del bilancio. Secondo il verbale, «tutti i partecipanti hanno convenuto che l'inflazione elevata e le condizioni restrittive del mercato del lavoro hanno giustificato l'inizio del deflusso di bilancio in una prossima riunione, con un ritmo di calo degli investimenti in titoli più rapido rispetto al periodo 2017-19», e «i partecipanti in generale hanno convenuto che sarebbero appropriati limiti mensili di circa 60 miliardi di dollari per i titoli del Tesoro e di circa 35 miliardi di dollari per gli MBS di agenzia».

Durante un forum sull'inflazione, un membro della Fed, **Lael Brainard**, ha chiarito che «in una prossima riunione» - significa potenzialmente già a maggio - «la Fed continuerà a rafforzare metodicamente la sua politica». Il mercato è stato colto alla sprovvista dall'entità superiore alle attese del deflusso di bilancio (molto più veloce dell'occasione precedente) e dalla data anticipata rispetto a quella prevista di inizio del QT.

Un altro governatore della Fed che voterà quest'anno, **James Bullard**, ha indicato la scorsa settimana che l'attuale tasso di riferimento è di circa 300 punti base troppo basso rispetto al livello che sarebbe adatto a combattere un'inflazione eccessivamente elevata. Sostiene infatti che il tasso sui fondi Fed dovrebbe essere aumentato al 3%/3,25% entro la fine dell'anno.

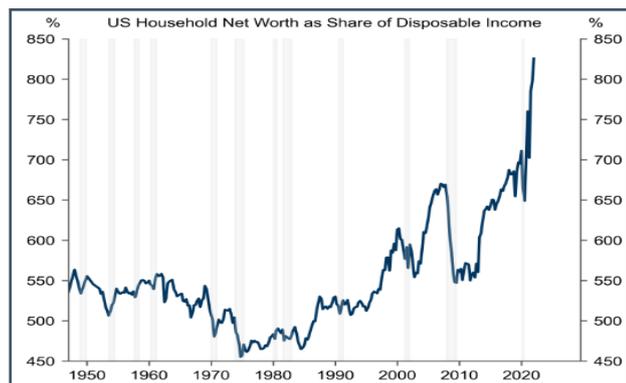
William Dudley, l'ex presidente della Federal Reserve Bank di New York e vicepresidente del Federal Open Market Committee, ha scagliato l'ultimo colpo ai rialzisti; Dudley ha ricoperto il ruolo di governatore della Federal Reserve di New York ed era responsabile delle operazioni di mercato aperto della Fed. Ora che non è più in carica, può parlare liberamente e, grazie alla posizione che aveva in precedenza, ha una conoscenza approfondita di come la Fed pensa e si comporta, quindi i suoi commenti dovrebbero essere presi con cautela.

Dudley ha chiarito che l'obiettivo principale della Fed in questo momento è quello di inasprire le condizioni finanziarie per domare l'inflazione. Tuttavia, le condizioni finanziarie non dipendono solo dalla politica monetaria della Fed, ma anche dal livello dei mercati finanziari, dal patrimonio netto delle famiglie e da ciò che il mercato si aspetta in merito alle future azioni della Fed. Il recente rimbalzo del mercato azionario statunitense, che ha quasi del tutto cancellato la correzione della prima parte dell'anno, insieme al fatto che le curve si stanno appiattendendo (il che implica che il mercato si aspetta che la Fed inverta la rotta sui tassi tra come minimo un anno), ha portato ad un significativo allentamento delle condizioni finanziarie, esattamente l'opposto di quello che la Fed vuole ottenere (grafici nella pagina successiva).

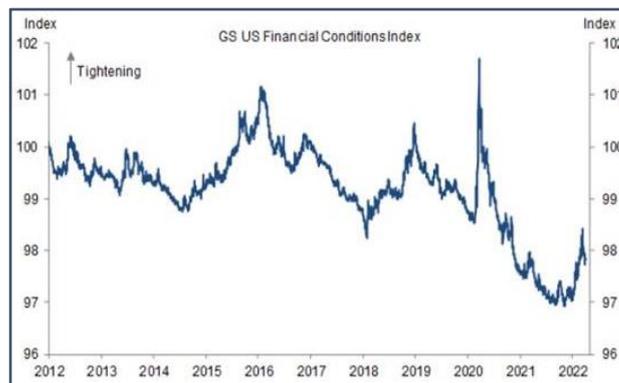
Dudley è stato particolarmente schietto. «Una cosa è certa: per essere efficace [la Fed] dovrà infliggere più perdite agli investitori azionari e obbligazionari rispetto a quanto ha fatto finora» e «i partecipanti al mercato si aspettano tassi a breve più elevati per indebolire la crescita economica e costringere la Fed a invertire nel 2024 e nel 2025, ma proprio queste aspettative stanno impedendo l'inasprimento delle condizioni finanziarie che renderebbe più probabile un simile esito». Ha inoltre aggiunto che **«la Fed dovrà sconvolgere i mercati per ottenere la risposta desiderata»** e che «questo significherebbe aumentare considerevolmente di più di quanto attualmente previsto il tasso sui fondi federali. In un modo o nell'altro, per tenere sotto controllo l'inflazione, la Fed renderà necessario spingere in alto i rendimenti obbligazionari e abbassare i prezzi delle azioni».

In Europa, sebbene dai verbali della BCE emergesse che l'atteggiamento aggressivo della BCE è più moderato di quello degli Stati Uniti, **l'intenzione espressa da Lagarde** in conferenza stampa di rendere la politica monetaria meno accomodante e agire più rapidamente è stata confermata dai resoconti della riunione. Come riportato nel verbale, «un gran numero di membri ha ritenuto che l'attuale livello elevato di inflazione e il suo persistere richieda immediati ulteriori passi verso la normalizzazione della politica monetaria».

Non combattere le banche centrali (continua)



Fonte: Harver Analytics, GS Global Investment Research



Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research

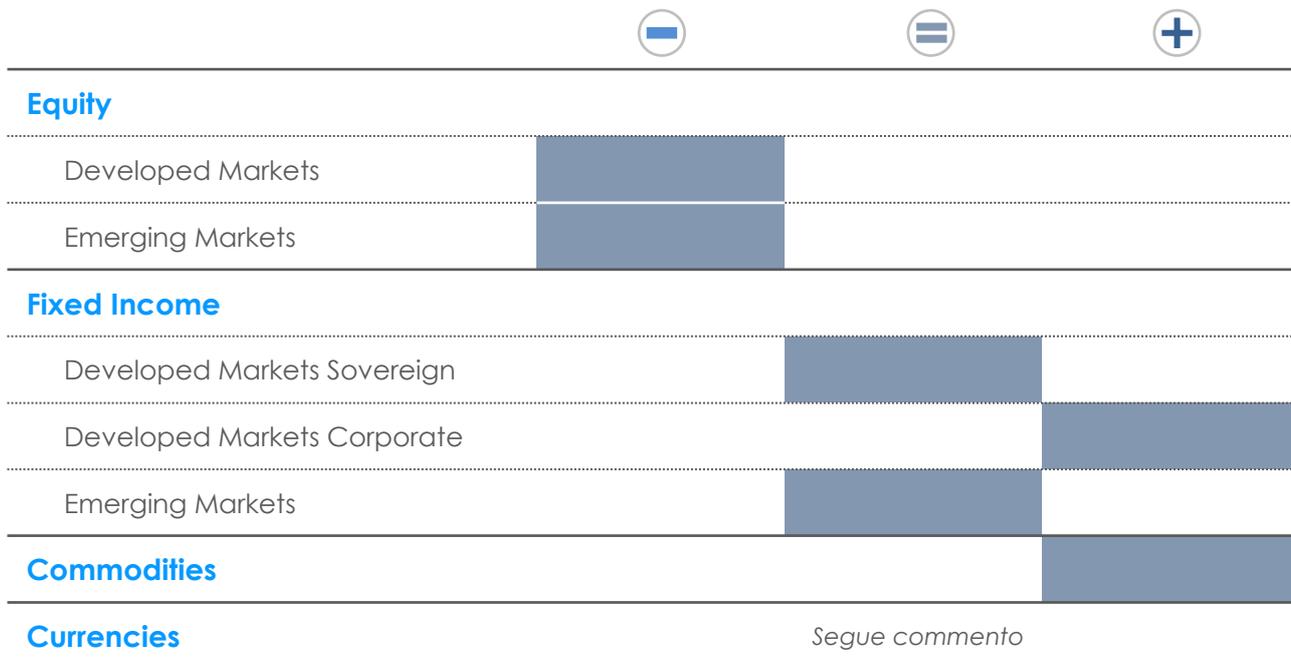
Inoltre, «tra coloro che hanno chiesto una mossa durante la riunione, alcuni membri hanno preferito fissare una data di scadenza fissa per gli acquisti netti di APP (Asset Purchase Programme) durante l'estate». Questo è molto importante per quanto riguarda le mosse successive della BCE che infatti agirà solo al termine dell'APP; il verbale riporta inoltre che «questo potrebbe aprire la strada a un possibile aumento dei tassi nel terzo trimestre di quest'anno, alla luce del deterioramento delle prospettive di inflazione».

Il messaggio più significativo del verbale però è stato che **i governatori sembrano aver perso un po' di fiducia nelle proiezioni economiche dello staff della BCE**, in particolare sull'inflazione: «si sono espressi dubbi sulla convergenza dell'inflazione all'1,9% come previsto nella proiezione di base degli esperti per il 2024, l'ultimo anno dell'orizzonte di proiezione. È stata sollevata la domanda su come ci si possa aspettare un'inversione così rapida della media dell'inflazione dopo gli attuali enormi shock, più rapida rispetto al ciclo di proiezioni precedente. **È sconcertante che le proiezioni dell'inflazione sembrano ancora leggermente inferiori all'obiettivo del 2% nel 2024**, nonostante le sorprese al rialzo dei risultati inflazionistici, un output gap persistentemente positivo per la maggior parte dell'orizzonte di proiezione e gli ultimi aumenti delle aspettative di inflazione a più lungo termine. È stato accettato in questo contesto che i modelli basati su dati storici hanno i loro limiti di fronte a shock eccezionali e possibili svolte o sconvolgimenti di regime».

Il fatto che lo staff della BCE si aspetti che l'inflazione torni a un livello più moderato sia classificato come potenzialmente inaffidabile potrebbe consentire alla BCE di modificare la sua posizione e le sue misure in qualsiasi momento. Questa potrebbe essere una semplice uscita di emergenza, consentendo alla BCE di evitare di essere costretta a mantenere tassi negativi in un momento in cui l'inflazione europea è al livello più alto degli ultimi 40 anni.

La BCE avrà l'opportunità giovedì di confermare o contraddire queste teorie. Se verrà confermato un cambiamento aggressivo, i tassi di interesse globali continueranno probabilmente ad aumentare e i mercati continueranno a soffrire. In caso contrario, potremmo assistere a un temporaneo ritiro delle obbligazioni dai loro attuali livelli di ipervenduto, nonché a una ripresa dei mercati azionari. **Il destino ultimo dei mercati, però, sarà deciso dalla Fed all'inizio di maggio.**

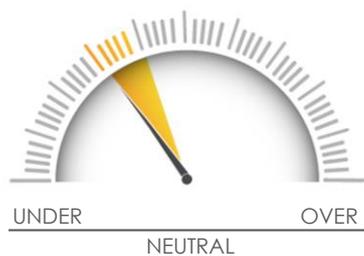
Asset Allocation View



UNDER
 NEUTRAL
 OVER

Equity

Developed Markets



View mantenuta in **sottopeso**. Le ragioni per cui la view è particolarmente cauta sui mercati azionari sono state ampiamente illustrate nel prologo di questo report e del precedente. Si continua a credere che le azioni forniranno i migliori rendimenti corretti per l'inflazione nel medio termine, ma data la combinazione di valutazioni storicamente elevate e Banche Centrali apertamente restrittive, si consiglia di mantenere un atteggiamento prudente e di attendere una correzione prima di aumentare nuovamente l'esposizione azionaria.

US



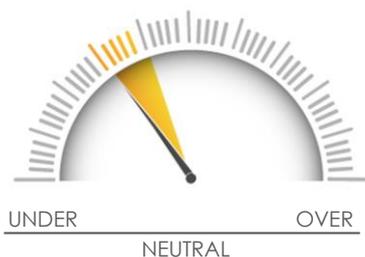
Europe



Japan



Emerging Markets



View ulteriormente ridotta a **sottopeso**. Data la loro vulnerabilità all'aumento dei tassi e alla diminuzione della liquidità, l'orientamento verso politiche monetarie sempre più restrittive da parte delle Banche Centrali occidentali potrebbe portare ad un ulteriore ribasso per i paesi emergenti. Data la recente ondata di infezione da Covid-19 e il fatto che l'Asia è un importatore di materie prime, tra i mercati emergenti si ha una prospettiva più cauta sull'Asia. Si continua a favorire l'America Latina poiché è un importante esportatore di materie prime e trae vantaggio dall'essere l'unica regione non interessata dalle preoccupazioni geopolitiche.

Asia ex-Japan



EEMEA

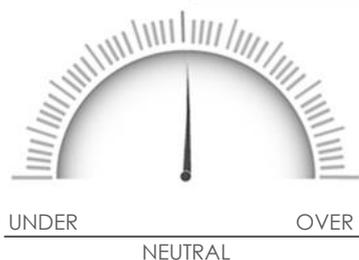


LATAM



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Da un lato, le obbligazioni governative potrebbero beneficiare del loro status di rifugio sicuro se il conflitto dovesse intensificarsi, ma dall'altro sono ancora esposte a ribassi se le Banche Centrali continuassero a normalizzare i tassi come discusso nel prologo. Un altro motivo per cui viene mantenuta una raccomandazione è che, mentre prevediamo che i tassi di interesse continueranno a salire dai livelli attuali causando perdite significative sui bond a lunga duration, i bond governativi con scadenze residue brevi presentano un rialzo limitato.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La decisione deriva principalmente da una prospettiva cauta su tutti gli asset rischiosi, che potrebbero subire ulteriori perdite se il conflitto dovesse peggiorare e/o i tassi di interesse continuassero ad aumentare. Le obbligazioni societarie di qualità elevata a scadenza breve sono viste come una valida alternativa ad altre asset class per resistere alla tempesta. Il recente aumento dei tassi risk-free, combinato con un piccolo ampliamento degli spread su società con fondamentali solidi, ha portato a un rendimento decente con una bassa volatilità. Le prospettive per le obbligazioni societarie high yield e a breve termine rimangono cupe.

IG Europe



IG US



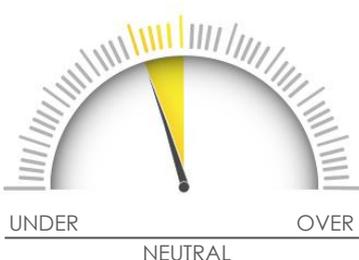
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Nonostante gli spread abbiano raggiunto livelli elevati di spread, è ragionevole aspettarsi che le obbligazioni dei mercati in via di sviluppo rimarranno sotto stress fintanto che le Banche Centrali occidentali continueranno ad inviare dichiarazioni sempre più aggressive. La preferenza è sulle obbligazioni in valuta locale emesse da paesi esportatori di materie prime.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Si continuano a preferire i metalli preziosi, in particolare per il loro status di rifugio sicuro in mezzo agli attuali sviluppi in Ucraina. Inoltre, i metalli preziosi possono fungere da copertura contro l'inflazione se quest'ultima si dimostrasse non temporanea. Si ha un giudizio positivo anche sulle commodities agricole, i cui prezzi dovrebbero continuare a mantenersi elevati in vista delle interruzioni dell'offerta causate dalla guerra in Ucraina. È stata mantenuta una visione più cauta sulle altre materie prime.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view positiva rafforzata principalmente grazie al suo status di porto sicuro, che normalmente sovraperforma durante i periodi di turbolenza del mercato. Inoltre, il dollaro dovrebbe essere sostenuto dall'aspettativa di tassi di inflazione più elevati, un differenziale di tasso più ampio rispetto alle altre valute e un'esposizione relativamente limitata dell'economia statunitense alla Russia.

Euro: view negativa. L'Europa sarà la più colpita dalla guerra in Ucraina per l'aumento dei prezzi delle materie prime, l'interruzione della catena di approvvigionamento, la maggiore esposizione delle società finanziarie alla Russia, la vicinanza geografica all'area del conflitto e un maggiore avversione al rischio verso l'Europa.

Renminbi cinese: view negativa a causa dell'attesa di politiche monetarie più accomodanti e per la posizione ambigua della Cina rispetto al conflitto in Ucraina.

Valute emergenti: view mantenuta neutrale poiché gli esportatori di materie prime nei mercati emergenti trarranno grandi benefici dal significativo aumento dei prezzi delle materie prime. Al contrario, le valute dei paesi importatori restano vulnerabili ad un ulteriore deprezzamento.

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.