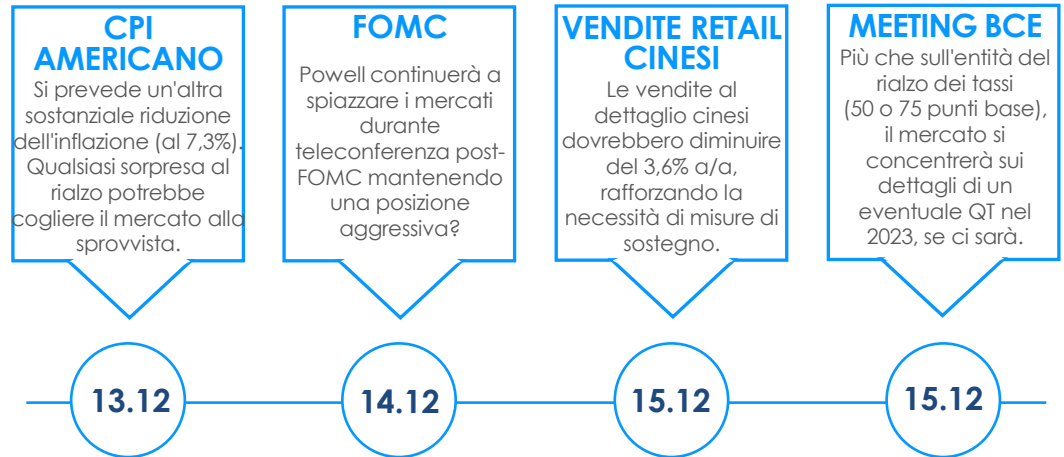


Principali eventi

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

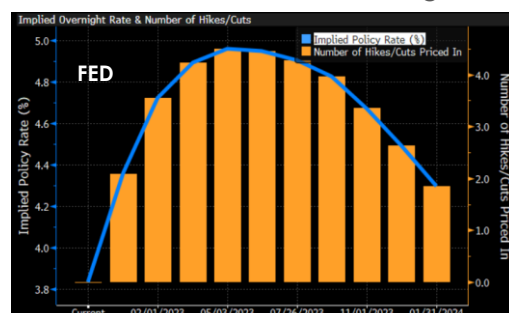


Leggere i segnali (e le curve)

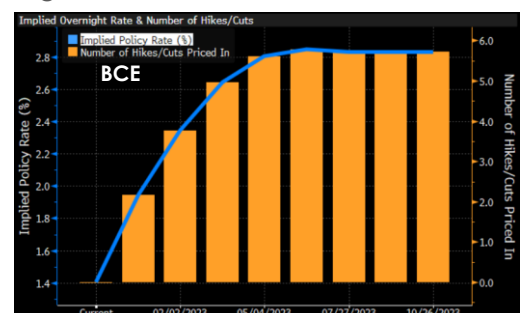
- Anche se le banche centrali continuano a segnalare tassi più alti per un periodo più lungo, i mercati si aspettano che questi scendano a breve.
- Storicamente i tassi a breve e a lungo termine non sono mai stati a livelli inferiori a quelli ufficiali nel momento in cui le banche centrali concludono il loro ciclo di rialzo dei tassi.
- I tassi a breve e lungo termine negli Stati Uniti e in Europa sono attualmente a livelli inferiori rispetto ai tassi ufficiali, nonostante il ciclo di rialzo dei tassi non sia terminato, esponendo i titoli di Stato a nuovi rischi di ribasso.

Fino a quando le banche centrali hanno implementato politiche monetarie che favorivano l'incremento del prezzo delle asset class, il motto del mercato era «don't fight the Fed (or the central banks)». Da quando le banche centrali hanno incominciato ad implementare politiche monetarie restrittive per combattere l'inflazione, è vero il contrario.

Per tutto il 2023, i mercati finanziari hanno voluto vedere un pivot molto più presto di quando tale pivot è arrivato o arriverà, e soprattutto i mercati hanno sempre voluto credere al fatto che fosse il rialzo dei tassi di interesse ad essere transitorio (più che l'inflazione, come affermato erroneamente dalle banche centrali un anno fa). Ancora ad oggi, vediamo che il mercato si aspetta che tassi ufficiali non raggiungeranno nemmeno il livello già anticipato più volte dalle banche centrali. Per gli Stati Uniti il mercato assume anche che i tassi di interesse inizieranno subito a ridiscendere, nonostante Powell abbia più e più volte dichiarato che i tassi saranno «higher for longer».



Fonte: Bloomberg

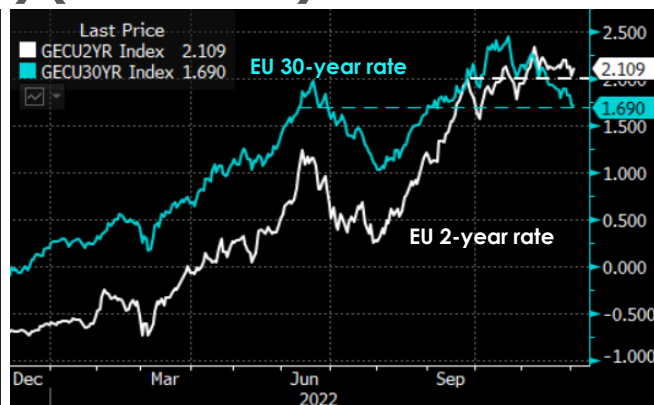


Fonte: Bloomberg

Leggere i segnali (e le curve) (continua)



Fonte: Bloomberg



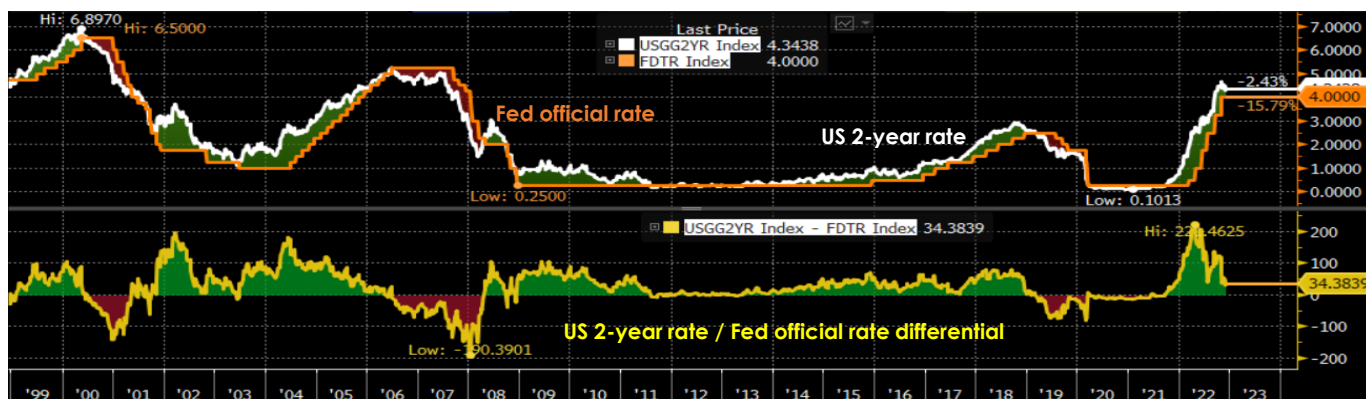
Fonte: Bloomberg

Da quando si è incominciato a parlare di pivot a metà ottobre, i tassi di interesse sia negli Stati Uniti che in Europa hanno ritracciato violentemente, soprattutto nelle parti lunghe. Il decennale americano è sceso di 85 bps dai massimi, tornando su livelli toccati per la prima volta a giugno, cioè in occasione del primo dei quattro rialzi da 75 bps, e prima della riunione di Jackson Hole, quando Powell ha chiarito che i tassi di interesse sarebbero saliti più di quanto il mercato si aspettava, e sarebbero rimasti a tale livello più elevato per un discreto periodo di tempo così da non ripetere gli errori degli anni '70 e '80 quando si iniziò a tagliare i tassi prematuramente. In Europa, pur a fronte di un'inflazione che è passata dall'8.1% di maggio (ultimo dato conoscibile a metà giugno) al 10.0% attuale, il trentennale tedesco è sceso di quasi 90 bps, tornando a livelli più bassi di quelli massimi toccati a giugno, quando ancora i tassi ufficiali erano a -50 bps.

Le parti a breve, più sensibili ai tassi ufficiali, sono scese meno, ma comunque sono tornate sia in Europa che in America ai livelli immediatamente successivi al meeting di Jackson Hole. Da allora ad oggi le banche centrali hanno alzato aggressivamente i tassi e stanno continuando a dire che alzeranno più di quanto atteso, ma evidentemente il mercato non vuole crederci.

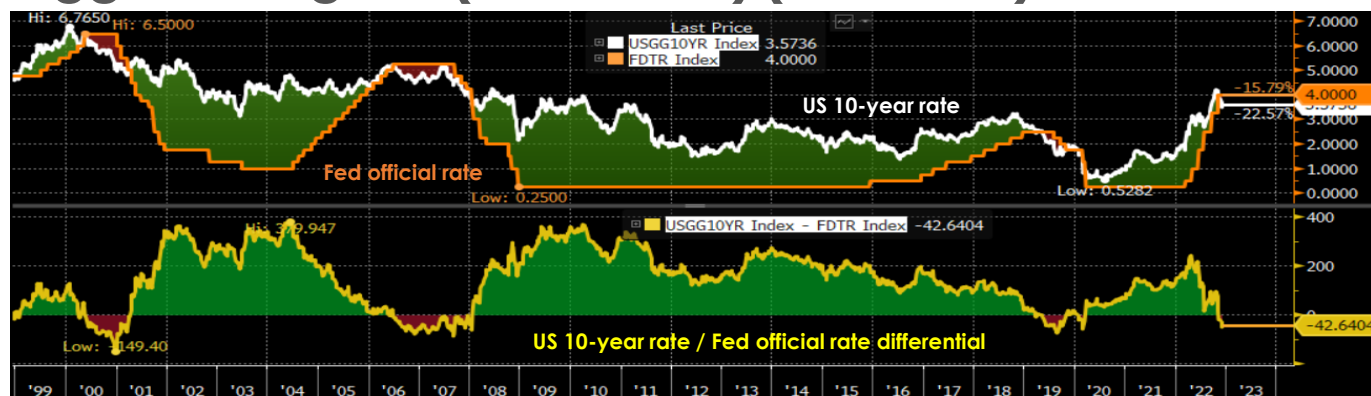
Se guardiamo alle evidenze passate, è piuttosto probabile che l'euforia delle ultime settimane sia malposta. Confrontando i tassi ufficiali (arancione nei grafici sotto) con il tasso biennale, vediamo che quest'ultimo è stato allo stesso livello (2006) o ad un livello superiore (2000, 2018) rispetto ai tassi ufficiali ogni volta che il ciclo di rialzo dei tassi si è concluso (questa evidenza è verificata anche in occasioni ancora più distanti nel tempo). Considerando che ci si aspetti che la Fed tra dieci giorni alzerà i tassi di almeno 50 bps (se non 75 bps), il biennale si trova oggi ad un livello che è inferiore a quello dei tassi ufficiali dopo il meeting della Fed di dicembre, rendendo quindi non verificata la condizione che i tassi a 2 anni devono essere superiori ai tassi ufficiali quando il ciclo di rialzo giunge al termine.

Se la Fed, come ha fatto capire, alzerà i tassi almeno al 5%, allora il ritorno del biennale sotto al 4.2% (da un massimo del 4.8% di inizio novembre), esporrà le parti a breve a ulteriori downside. Minori ovviamente di quelli già subiti nel 2022, ma comunque di una certa entità.



Fonte: Bloomberg

Leggere i segnali (e le curve) (continua)

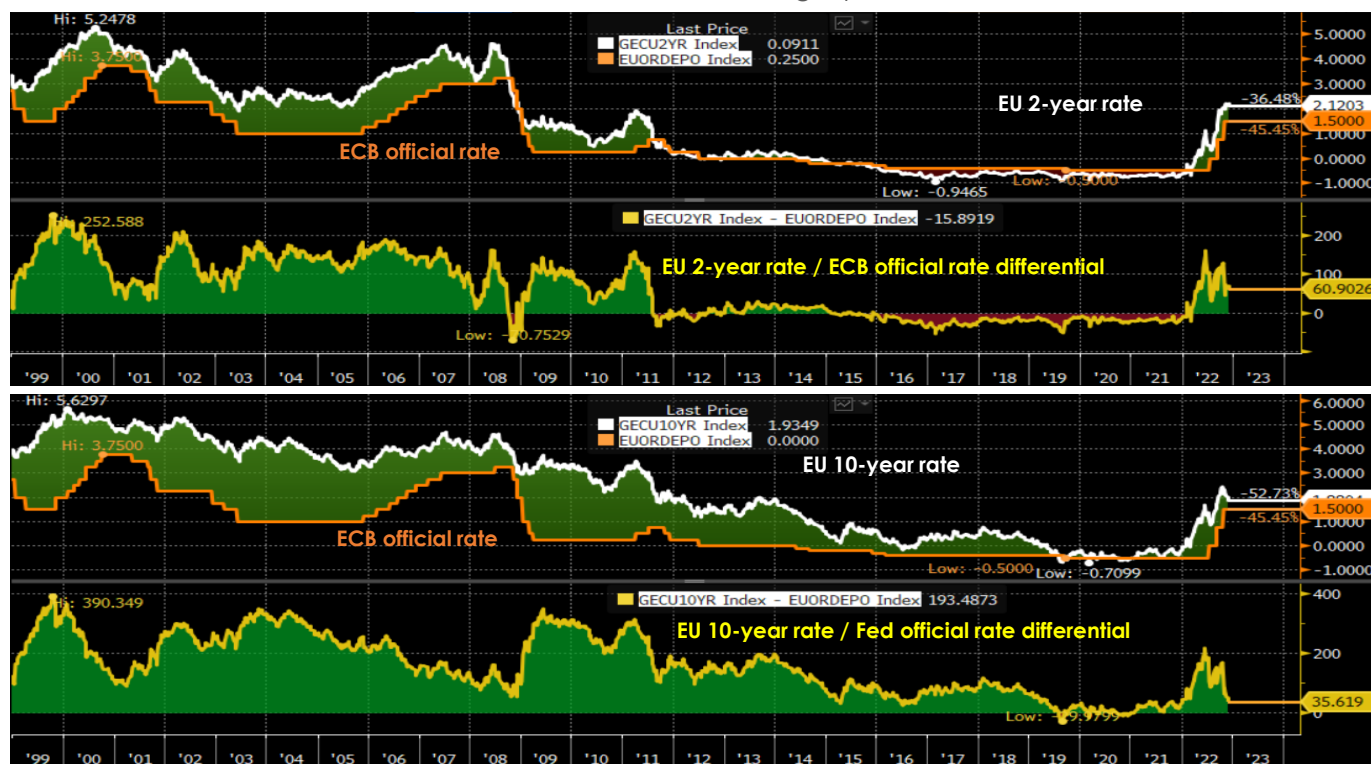


Fonte: Bloomberg

Se confrontiamo i tassi ufficiali con il tasso decennale, osserviamo invece che quando il ciclo restrittivo finisce, il decennale è già allo stesso livello (2000, 2006) o appena più alto (2018) dei tassi ufficiali, e subito dopo il differenziale tra i due passa in territorio negativo preavvisando che il rialzo dei tassi è stato forte a sufficienza da creare un rallentamento economico che poi spesso si traduce in una recessione difficile da arrestare (i tassi di interesse iniziano a riscendere rapidamente, il mercato azionario subisce correzioni significative).

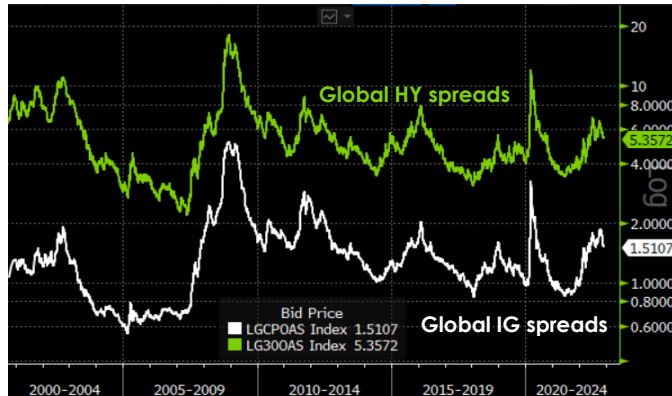
Anche in questo caso, però, i tassi di interesse a 10 anni non sono mai scesi sotto al tasso ufficiale prima che il rialzo dei tassi fosse concluso. Già oggi, prima ancora che i tassi vengano alzati nuovamente a dicembre, il decennale (3.57%) sta sotto ai tassi ufficiali (4.00%). Se questi ultimi saranno alzati almeno fino al 5% e la storia dovesse ripetersi, i tassi di interesse a lunga hanno di nuovo un downside piuttosto elevato dovendo salire oltre al 5% dai livelli attuali e, considerando la loro lunga duration, il ribasso potenziale dei decennali torna ad essere significativo.

In Europa, ogniqualvolta il ciclo di rialzo dei tassi è terminato, i tassi biennale e decennale si sono sempre trovati a livelli più alti dei tassi ufficiali, in un range variabile tra +60 e +150 bps. Oggi il biennale è sopra al tasso ufficiale di soli 60 bps, mentre il decennale di meri 35 bps. Non è ancora chiaro se la BCE alzerà i tassi di 50 o 75 bps nel meeting di dicembre. Se il rialzo fosse di soli 50 bps, il differenziale con il biennale sarebbe ancora appena positivo, ma già negativo con il decennale. In caso di rialzo da 75 bps, entrambi i differenziali sarebbero negativi. Anche in questo caso, quindi, i tassi di interesse sono ad un livello troppo basso considerando che la BCE dovrebbe alzare i tassi almeno fino al 3% come atteso adesso dagli operatori di mercato.



Fonte: Bloomberg

Leggere i segnali (e le curve) (continua)



Fonte: Bloomberg

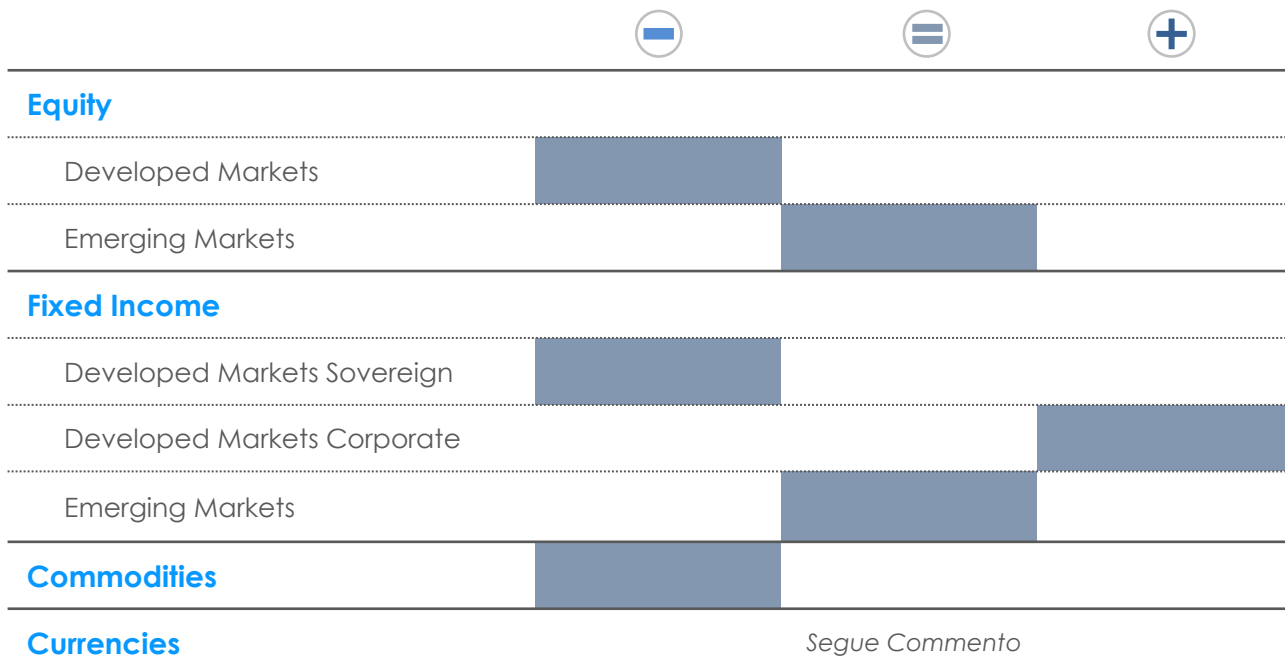


Fonte: Bloomberg

A partire da ottobre anche gli spread dei corporate bonds si sono compressi in maniera sensibile. Quelli degli investment grade si ridotti di circa 35 bps, mentre per gli high yield di circa 120 bps. Tali livelli di spread sono ancora attraenti, anche se meno che non un paio di mesi fa, considerando che per il momento il ciclo economico sembra rimanere molto robusto. Qualora invece dovessero sorgere timori di un possibile rallentamento economico marcato o vera e propria recessione, invece, gli spread potrebbero tornare almeno ai livelli precedenti questa compressione.

Resta infine da capire quale sarà il messaggio delle banche centrali quando si riuniranno la settimana prossima per l'ultimo meeting del 2022. Le condizioni finanziarie negli Stati Uniti sembrano essere state finora la grandezza più monitorata dalla Federal Reserve: ogni volta che queste diventavano significativamente più accomodanti, i membri della Fed hanno sempre reagito passando messaggi decisamente hawkish. A partire da metà ottobre, le condizioni finanziarie hanno registrato l'allentamento di gran lunga più forte di tutto il 2022. Il rischio che il mercato si possa trovare colto di sorpresa non è indifferente.

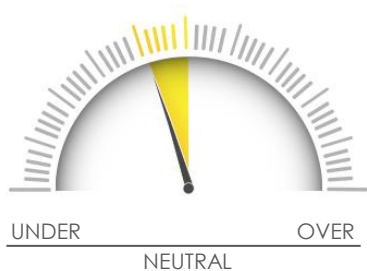
Asset Allocation View



UNDER
 NEUTRAL
 OVER

Equity

Developed Markets



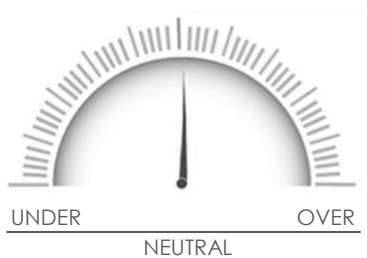
View mantenuta in **leggero sottopeso**. Con il rimbalzo delle ultime settimane, i mercati azionari hanno materialmente ridotto il loro potenziale di rialzo e il rischio di un ritracciamento almeno a breve termine non è trascurabile, in particolare se i tassi d'interesse dovessero ricominciare a salire. Si ribadisce l'opinione che il "rally di Babbo Natale" potrebbe essersi già verificato a novembre e che un atteggiamento più cauto fino alla fine dell'anno potrebbe essere giustificato.

US

Europe

Japan

Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Nonostante il sostanziale rimbalzo messo a segno dai Paesi emergenti nell'ultimo mese, la crescente evidenza che la Cina stia effettivamente abbandonando le sue politiche zero-covid e stia adottando misure a sostegno del settore immobiliare potrebbe consentire ai mercati emergenti di continuare a sovraperformare.

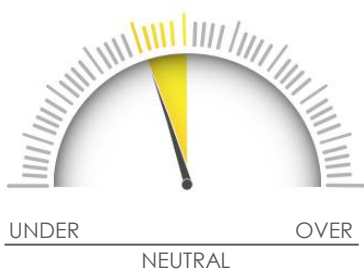
Asia ex-Japan

EEMEA

LATAM

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View ridotta a **leggero sottopeso**. La sostanziale riduzione dei tassi d'interesse a breve e a lungo termine verificatasi nelle ultime settimane nei Paesi sviluppati ha riportato i tassi a livelli non più interessanti. Il rischio è che le curve tornino a salire, dato che i tassi d'interesse sono attualmente ben al di sotto del livello a cui le banche centrali intendono portare il tasso risk free.

EU Core



EU Periphery



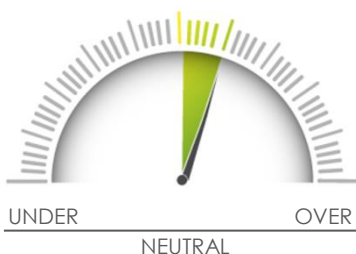
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View ridotta a **leggero sovrappeso**. La significativa compressione degli spread avvenuta negli ultimi due mesi e la riduzione dei tassi risk free ha portato a una riduzione non trascurabile dell'YTM delle obbligazioni corporate. Data la forza del ciclo economico, i livelli di spread sono ancora considerati interessanti, almeno per le obbligazioni investment-grade. Gli spread high yield, invece, sono ancora percepiti come troppo bassi.

IG Europe



IG US



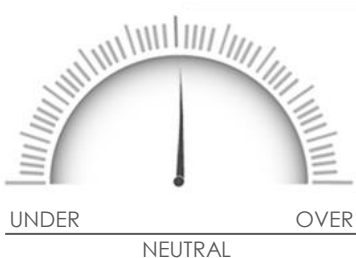
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Le obbligazioni dei mercati in via di sviluppo hanno recentemente beneficiato della svolta dovish di alcune banche centrali e del cambiamento di posizione del governo cinese nei confronti delle misure di Covid e del settore immobiliare. Quest'ultimo sviluppo potrebbe continuare a sostenere l'asset class, anche se i tassi nei Paesi sviluppati dovessero ricominciare a salire.

Local Currency



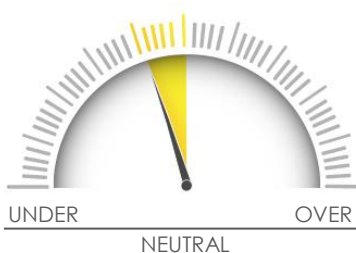
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Non essendo in grado di generare flussi di cassa, i metalli preziosi devono affrontare la pressione dei titoli di Stato. Considerando gli ulteriori passi avanti verso l'allentamento delle misure di contenimento del Covid in Cina e le misure di sostegno al settore immobiliare cinese, è possibile che i settori dei metalli energetici e industriali prolunghino il rimbalzo dai recenti minimi.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view confermata **neutrale**. Il calo subito dal biglietto verde nell'ultimo mese è stato significativo. Dato il momento sfavorevole, non si può escludere una continuazione del trend ribassista. Tuttavia, data la solidità dei dati macroeconomici statunitensi, un ritorno alla forza è possibile in qualsiasi momento, in particolare se la Fed utilizzerà toni più aggressivi del previsto nella riunione di metà dicembre.

Euro: view **neutrale**, in attesa di maggiore chiarezza dopo la riunione di dicembre della BCE. Se Lagarde annuncerà un rialzo di 75 punti base e/o l'inizio di un QT, l'euro potrebbe avere ulteriore spazio per rafforzarsi. Se invece ciò non dovesse accadere, il rischio di un ritracciamento dopo il recente rally è notevole.

Renminbi cinese: view confermata **neutrale**. L'allentamento delle misure di Covid e l'approvazione di misure di sostegno al settore immobiliare manterranno il Renminbi forte.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale**, considerando da un lato il rischio di un possibile rallentamento globale e dall'altro il calo dei tassi nei Paesi occidentali.

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.