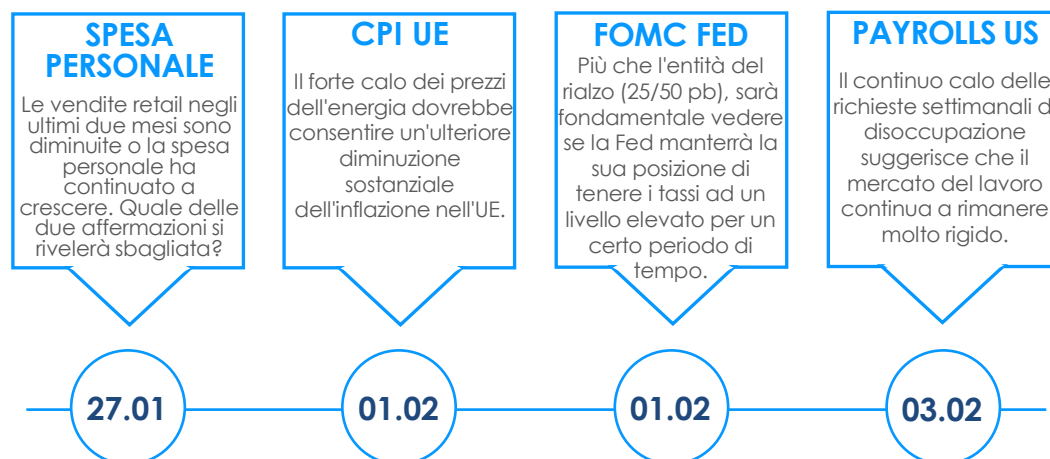


Principali eventi

Azimum 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



I tassi non dormono mai

- **Il calo dei rendimenti verificatosi in questo primo mese del 2023 espone i tassi risk-free ad alcune vulnerabilità nelle prossime settimane.**
- **Il reshoring, i rischi di un'offerta insufficiente di materie prime, la riapertura della Cina e una massiccia emissione di obbligazioni sovrane unita al QT potrebbero impedire ai tassi di scendere quanto attualmente previsto dal mercato.**
- **Pertanto, nel breve termine è possibile un'impennata finale dei tassi di mercato, seguita da un calo successivo, ma più contenuto del previsto. La duration dovrà ancora essere gestita attivamente nel 2023.**

L'inizio di un nuovo anno è tipicamente caratterizzato da un drammatico rimbalzo di tutto ciò che ha subito i cali più gravi, come spesso accade dopo le annate negative.

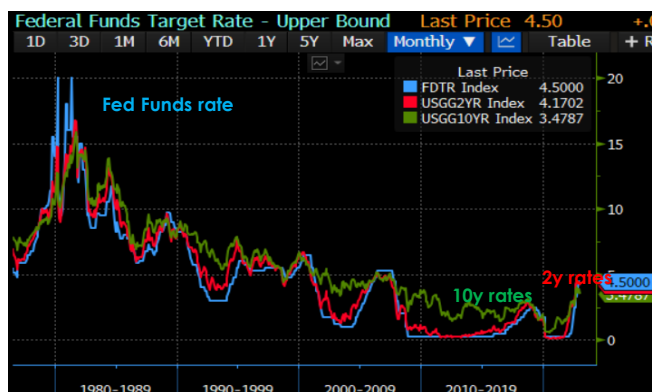
Il 2023 non ha fatto eccezione. I mercati azionari sono stati ampiamente positivi, con la Cina e l'Europa che hanno proseguito il trend rialzista iniziato nelle ultime settimane del 2022 dai minimi pluriennali, mentre negli Stati Uniti il rimbalzo è stato guidato dal Nasdaq. Anche le criptovalute hanno vissuto un inizio d'anno euforico, con il Bitcoin in rialzo di circa il 40%.

Ancora più notevole è stata la performance delle obbligazioni, considerando che dovrebbero essere meno volatili: le obbligazioni societarie europee sono aumentate del 3% e quelle statunitensi del 3,5% (sia investment grade che high yield). I rendimenti dei titoli di Stato decennali sono scesi di 55 punti base negli Stati Uniti (+4%), di 60 punti base in Germania (+5,5%) e di 100 punti base in Italia (+8,5%).

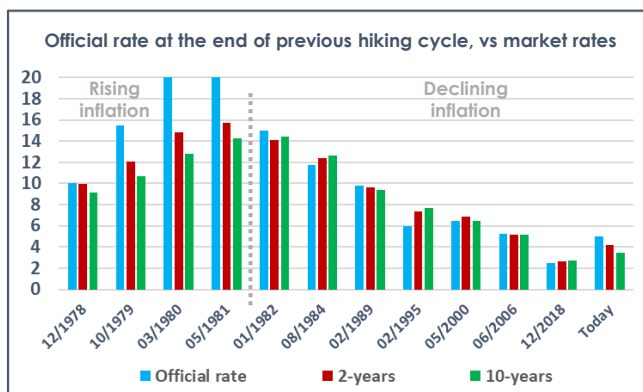
I dati positivi sull'inflazione diffusi in Europa e negli Stati Uniti, correttamente previsti nel precedente report e motivo principale del calo dei tassi, hanno alimentato le aspettative di un rapido ritorno dell'inflazione a livelli accettabili e di una conclusione anticipata del ciclo di rialzi dei tassi da parte delle banche centrali, con tassi terminali più bassi.

Dopo un calo così netto dei tassi risk-free in un periodo molto breve, cosa dobbiamo aspettarci nel medio termine?

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Azimut, Bloomberg

Attualmente il mercato prevede che i tassi statunitensi, dopo aver raggiunto un picco di circa il 5% in tre mesi, saranno ridotti di circa 2 punti percentuali a poco più di un anno dalla fine del ciclo di rialzo dei tassi. Nei precedenti report abbiamo spiegato che la Federal Reserve non termina mai un ciclo di rialzi prima che l'inflazione sia scesa al di sotto del livello dei tassi ufficiali.

Dove si collocano però i tassi di mercato rispetto ai tassi ufficiali quando il ciclo di rialzo si conclude? Possiamo notare che prima del 1982, quindi in una fase di aumento dell'inflazione, i tassi dei Fed Funds erano normalmente ben al di sopra dei tassi a 2 e 10 anni. Ciò si spiega con il fatto che la Fed voleva a tutti i costi bloccare l'inflazione in fuga e, per raggiungere l'obiettivo, ha consapevolmente aumentato i tassi a livelli estremi. Il mercato ne era consapevole e sapeva che quei tassi ufficiali non avrebbero potuto essere mantenuti a lungo. Di conseguenza, i tassi a due e dieci anni sono rimasti ben al di sotto dei Fed Funds. D'altra parte, durante la successiva fase disinflazionistica, i tassi di mercato si sono costantemente attestati su livelli molto vicini o superiori a quelli ufficiali, perché era credibile che tali tassi potessero rimanere tali per un certo periodo di tempo.

Oggi siamo già entrati nella fase disinflazionistica e i tassi ufficiali non sono a livelli sproporzionati. Pertanto, sarebbe ragionevole aspettarsi che quando i tassi ufficiali raggiungeranno il picco tra qualche settimana, i tassi a 2 e 10 anni non saranno troppo lontani dai Fed Funds. Se ipotizziamo che i tassi ufficiali vengano alzati solo al 5% (50 punti base sopra i tassi attuali, una stima molto dovish), un tasso a 2 anni del 4,1% (90 punti base sotto il 5%) e un tasso a 10 anni del 3,3% (170 punti base sotto il 5%) sembrano forse troppo bassi. Il rischio, quindi, è che ci sia un'ultima tornata di aumenti dei tassi di mercato prima che i titoli di Stato possano essere acquistati con leggerezza.

Nonostante le recenti indicazioni di alcuni governatori della Fed a considerare un ritmo di rialzo dei tassi più moderato, tutti hanno confermato l'intenzione di mantenere i tassi al livello terminale per un periodo prolungato, sfatando così esplicitamente l'ipotesi del mercato di tagli di 200 punti base nel prossimo futuro. Anche se, a dicembre, dopo aver ridotto il ritmo dei rialzi dei tassi da 75 a 50 punti base, la Fed passerà a rialzi di 25 punti base, è lecito attendersi almeno altri due rialzi a febbraio e marzo, portando i tassi ufficiali almeno al 5% che avevamo previsto in precedenza.

I tassi sono scesi in Europa a seguito di voci non confermate secondo cui la BCE starebbe valutando di passare a rialzi di 25 punti base piuttosto che alla serie di rialzi di 50 punti base annunciati nella conferenza stampa di dicembre. Questa speculazione è stata smentita dalla Lagarde e dai membri della BCE al World Economic Forum di Davos. È stato ribadito che ci saranno almeno due rialzi di 50 punti base prima di prendere in considerazione un passaggio a 25 punti base e che il ciclo di stretta monetaria si concluderà non prima dell'estate. Un rally così forte delle obbligazioni europee (e dei BTP in particolare, con i tassi che sono scesi al di sotto della riunione della BCE di dicembre, quando la BCE ha sorpreso il mercato annunciando l'inizio del QT oltre alla serie di rialzi di 50 punti base), sembra quindi essere infondato.

Pertanto, concentrandosi sul breve termine, le obbligazioni potrebbero essere vulnerabili a un'altra correzione, considerando che la storia suggerisce che i tassi di mercato sono attualmente troppo bassi rispetto al livello che dovrebbero raggiungere al termine dei cicli di rialzo e che le banche centrali insistono nel mettere in guardia il mercato da un eccessivo ottimismo sui tassi.

(continua)

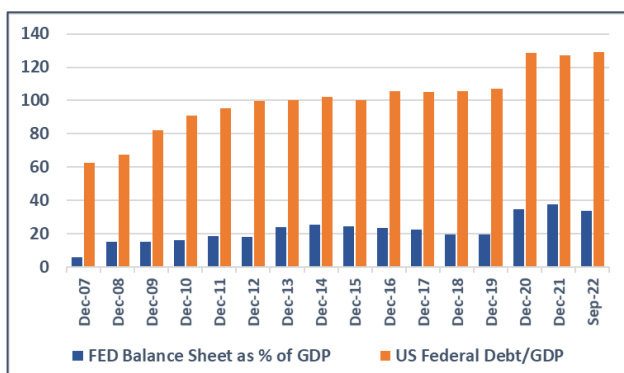
Anche nel medio termine le prospettive potrebbero però non essere così rosee come si sperava. È ragionevole ipotizzare che i tassi di mercato diminuiranno nella seconda metà dell'anno, ma probabilmente non nella misura prevista. Sono quattro i fattori che spiegano perché i tassi ufficiali e di mercato potrebbero rimanere a livelli strutturalmente più alti di quelli dell'ultimo decennio.

Il primo è che, all'indomani dello scoppio del Covid-19, le imprese si sono rese conto di quanto sarebbero vulnerabili se i meccanismi alla base della globalizzazione si inceppassero. Le difficoltà nell'ottenere materie prime o beni intermedi e i ritardi nelle consegne incoraggeranno il "reshoring", ovvero la pratica di riportare un'azienda trasferita all'estero nel paese in cui era stata originariamente delocalizzata. Poiché la globalizzazione ha favorito la delocalizzazione della produzione in paesi con costi di input più bassi, il reshoring avrà l'effetto opposto, aumentando i costi medi di produzione e portando quindi a un'inflazione strutturalmente più elevata.

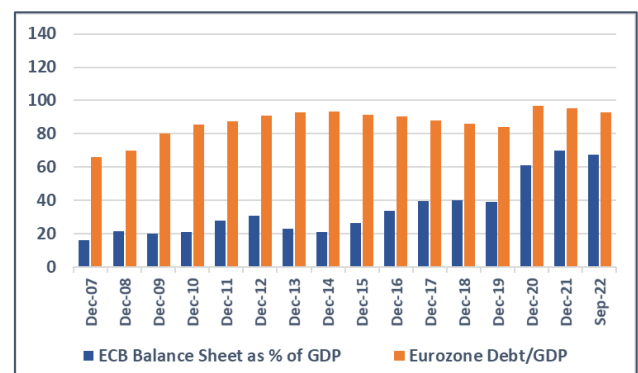
Il Covid-19 e la guerra in Ucraina hanno evidenziato un'altra vulnerabilità, che dovrebbe anch'essa portare a un aumento dell'inflazione. In caso di preoccupazioni diffuse circa la disponibilità di alcune materie prime, i paesi che sono in surplus di risorse naturali possono considerare di tenerne per sé una quota maggiore come misura precauzionale. Ad oggi, ciò è stato osservato in particolare per le materie prime agricole: dopo lo scoppio della guerra in Ucraina e l'improvvisa riduzione della disponibilità di cibo, si è verificata un'ulteriore riduzione delle materie prime agricole disponibili per il commercio internazionale, poiché alcuni paesi hanno ridotto le loro esportazioni. Questa dinamica sta permettendo ai paesi esportatori di materie prime (tipicamente i Paesi Emergenti) di aumentare il loro potere di determinazione dei prezzi rispetto ai paesi importatori (tipicamente i Paesi Sviluppati). In altre parole, sta diventando evidente che rispetto a un passato in cui i Paesi Occidentali si imponevano stampando quantità illimitate di moneta e imponendole ai Paesi Emergenti in cambio di materie prime (e di costo del lavoro a basso costo), nel nuovo equilibrio che si sta formando coloro che possiedono materie prime (che non sono «stampabili» a piacimento e illimitate) vedono aumentare il loro potere contrattuale.

Il terzo motivo per cui l'inflazione potrebbe non scendere così rapidamente come previsto è la riapertura in corso in Cina, insieme alle misure fiscali adottate per sostenere il settore immobiliare e l'economia. Se la Cina dovesse effettivamente riavviare il motore, la sua domanda incrementale dovrebbe portare a un aumento delle pressioni sui prezzi. È probabile che le pressioni sui prezzi determinate dalla Cina rimangano contenute nella prima parte del 2023, ma potrebbero intensificarsi nella seconda metà dell'anno.

Il quarto fattore è l'offerta netta di obbligazioni. Secondo una stima di Bank of America, nel 2023 i governi del G4 dovranno emettere 6.000 miliardi di dollari di obbligazioni. Va notato che nell'ultimo decennio la Federal Reserve ha acquistato la maggior parte delle nuove emissioni governative attraverso il QE (nel grafico in basso a sinistra, le barre blu e arancioni salgono in modo simile), mentre la BCE ha acquistato molti più titoli sovrani di quelli emessi dai governi dell'UE (nel grafico in basso a destra, le barre blu salgono molto più velocemente di quelle arancioni). In assenza di QE da parte delle Banche Centrali, i 6.000 miliardi di dollari che saranno emessi dai Paesi del G4 dovranno essere interamente assorbiti dal mercato. Non è tutto. Le Banche Centrali nel 2023 saranno anche venditrici nette di titoli di Stato a causa del QT. La sola Fed venderà più di 1.000 miliardi di dollari di titoli di Stato, a cui vanno aggiunti i titoli di Stato che saranno venduti dalla BCE e dalla BoE.



Fonte: Azimut, Bloomberg



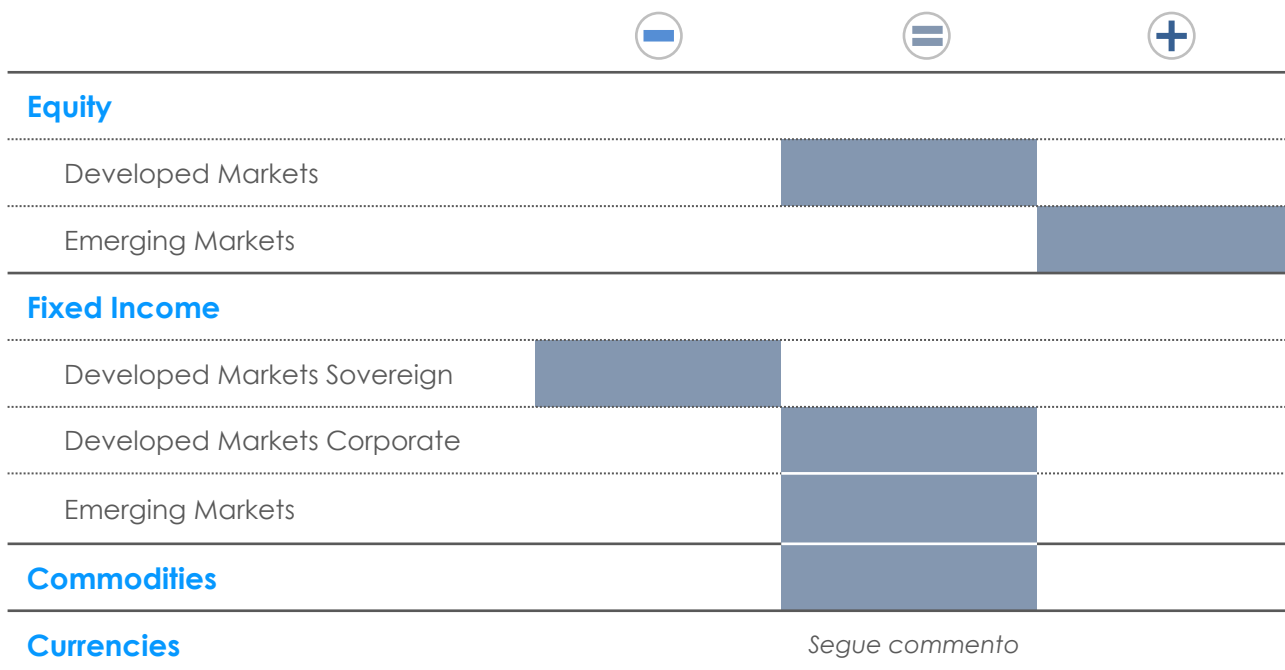
Fonte: Azimut, Bloomberg

(continua)

È ragionevole aspettarsi che almeno una parte di questa enorme quantità di obbligazioni sarà acquistata dagli investitori retail, attirati dai rendimenti più alti degli ultimi dieci anni. Probabilmente non saranno però in grado di assorbire l'intera emissione globale. Anche se lo faranno, ciò significa che gli acquisti saranno effettuati a spese di altre asset class (che dovranno essere vendute).

In sintesi, considerando che le Banche Centrali non hanno ancora concluso il loro ciclo di rialzi, è possibile che nel breve termine i tassi di mercato riprendano la loro tendenza al rialzo, come di solito tendono a fare fino a quel momento. Da quel momento in poi, è ragionevole aspettarsi che i tassi risk-free possano diminuire grazie al calo dell'inflazione e ai crescenti timori di recessione. Il mercato sta però prezzando un calo troppo pronunciato dei tassi, considerando le dinamiche appena discusse. Insomma, un altro anno in cui la duration deve essere gestita attivamente per proteggere i portafogli.

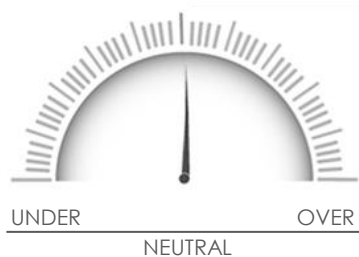
Asset Allocation View



⊖ UNDER ⊞ NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



View mantenuta **neutrale**. Come anticipato nel precedente report, il mercato ha proseguito il suo trend rialzista grazie ai tassi più bassi e agli acquisti tattici, che di solito avvengono ad inizio anno, su tutto ciò che è sceso di più nell'anno precedente. Ulteriori rialzi sono possibili solo se la stagione dei bilanci si rivelerà migliore del previsto e la Federal Reserve aumenterà i tassi di soli 25 punti base o non menzionerà più la necessità di mantenere i tassi a un livello elevato per un periodo di tempo prolungato.

US ⊞

Europe ⊞

Japan ⊞

Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Date le valutazioni assolute e relative ancora basse e la possibilità di un imminente orientamento dovish da parte delle Banche Centrali occidentali, le azioni dei mercati emergenti hanno ancora spazio per estendere il rimbalzo delle ultime settimane. Ciò è particolarmente vero per le azioni cinesi, che potrebbero sovraperformare gli altri Paesi Emergenti grazie alle numerose misure di sostegno approvate dal governo cinese negli ultimi due mesi. Alla luce di ciò, continuiamo a preferire la regione Asia ex Giappone.

Asia ex-Japan ⊕

EEMEA ⊖

LATAM ⊞

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



UNDER OVER
NEUTRAL

View mantenuta in **leggero sottopeso**. È possibile che i tassi risk-free rimangano in una fascia di oscillazione nelle prossime settimane, in attesa del tanto atteso cambio di rotta delle Banche Centrali. Ora ci troviamo nella parte bassa del trading range, quindi un'altra risalita dei tassi è abbastanza probabile nel breve termine. Tra le curve, manteniamo una posizione più negativa sulla curva dei rendimenti europea.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



UNDER OVER
NEUTRAL

View mantenuta **neutrale**. Gli spread sono a livelli accettabili per le obbligazioni investment grade, mentre sono troppo stretti per le obbligazioni high yield, soprattutto in caso di rallentamento marcato o di recessione vera e propria. Inoltre, il potenziale di un ulteriore calo del tasso risk-free è piuttosto limitato, a meno che i dati sull'inflazione globale non continuino a sorprendere al ribasso.

IG Europe



IG US



HY Europe



HY US



Emerging Markets



UNDER OVER
NEUTRAL

View mantenuta **neutrale**. Se da un lato le obbligazioni dei Mercati Emergenti potrebbero beneficiare di una svolta dovish da parte delle Banche Centrali, che sembra più probabile nel prossimo futuro se l'inflazione continua a diminuire, dall'altro sarebbero esposte a rischi di ribasso in caso di rallentamento o recessione globale. All'interno dell'asset class, le obbligazioni in valuta locale continuano a essere favorite.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



UNDER OVER
NEUTRAL

View mantenuta **neutrale**. Le materie prime energetiche e industriali dovrebbero beneficiare dell'allentamento sempre più tangibile delle restrizioni legate al Covid in Cina, nonché delle misure di sostegno all'economia cinese. I metalli preziosi potrebbero beneficiare di un ulteriore indebolimento del dollaro e di un contesto disinflazionistico e possono fungere da copertura del portafoglio in caso di problemi imprevisti, soprattutto quelli che potrebbero derivare dalle tensioni geopolitiche.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale** con un orientamento ribassista. Nel breve termine, solo un atteggiamento più aggressivo del previsto da parte della Federal Reserve sembra in grado di invertire la tendenza al ribasso del biglietto verde.

Euro: view mantenuta **neutrale** con un orientamento rialzista. L'allentamento delle preoccupazioni per i prezzi del gas durante l'inverno sta contribuendo a ricostruire la fiducia nella regione e la smentita delle voci di un possibile rallentamento del ritmo dei rialzi dei tassi da parte della BCE dovrebbe consentire all'euro di continuare a rafforzarsi.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale** con un bias rialzista. L'allentamento delle misure di Covid, l'approvazione di misure a sostegno del settore immobiliare e gli afflussi di investitori stranieri che si riposizionano sulla Cina manterranno probabilmente forte il Renminbi.

Valute emergenti: view mantenuta **Neutrale** tenendo conto sia del rischio di un potenziale rallentamento globale sia della potenziale debolezza del dollaro USA.

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.