

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



Un futuro più luminoso?

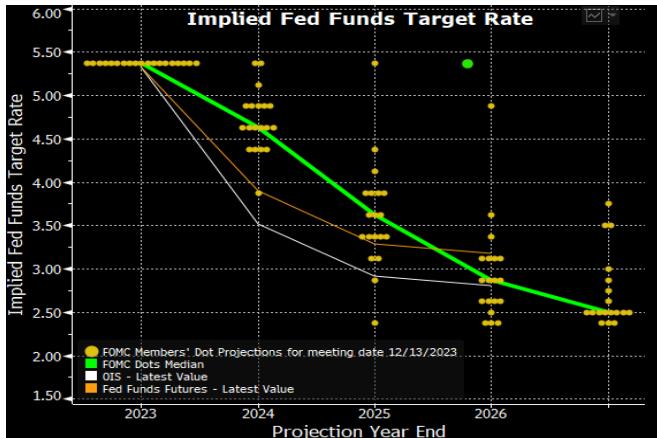
- Nella sua ultima riunione, la Federal Reserve ha chiarito che il ciclo di inasprimento è terminato e che il prossimo anno inizierà un ciclo di allentamento
- La BCE ha assunto una posizione leggermente più aggressiva, allontanando per il momento le aspettative di taglio dei tassi e annunciando una riduzione dei reinvestimenti del PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) dalla seconda metà del 2024
- A causa di questa anticipata svolta «dovish» rispetto alle attese, i mercati finanziari potrebbero continuare la loro corsa, favoriti dall'«effetto gennaio», anche se un ritracciamento fisiologico potrebbe verificarsi in qualsiasi momento dopo il rally delle ultime settimane

Le riunioni delle banche centrali della scorsa settimana avrebbero dovuto far luce sull'evoluzione delle politiche monetarie nell'anno a venire. Le aspettative del mercato erano elevate, vista l'entità del rally di cui hanno beneficiato tutte le asset class nelle ultime settimane. Di solito, il mercato tende a peccare di eccessivo ottimismo, sempre disposto a vedere il bicchiere mezzo pieno. Questa volta, però, **la realtà ha superato le aspettative**.

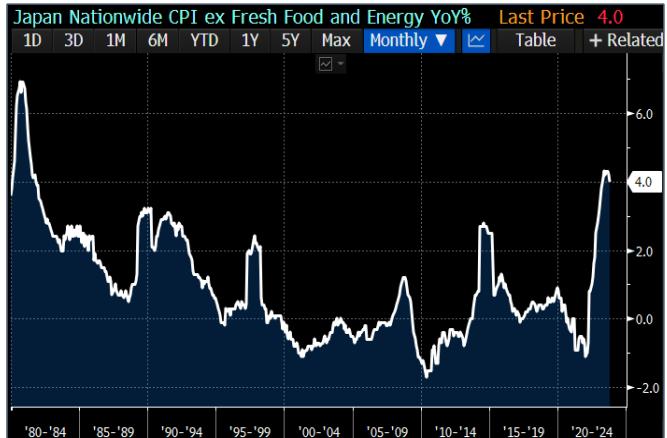
La più sorprendente è stata la Federal Reserve. Solo a settembre la banca centrale statunitense aveva innescato un balzo dei tassi di mercato segnalando (attraverso i dot) che si aspettava di alzare nuovamente i tassi di interesse entro la fine dell'anno, per poi rimanere a livelli molto più alti di quanto pensato in precedenza sia nel 2024 che nel 2025. Dopo che, per la prima volta in due anni, il mercato si era rassegnato a un destino di tassi più alti, **Powell** ha sorpreso nuovamente tutti a novembre affermando di **essere soddisfatto dell'inasprimento delle condizioni finanziarie** e che quindi non erano necessarie ulteriori azioni.

Data l'entità del calo dei tassi di mercato e l'impennata dei principali indici azionari, gli occhi di tutti erano puntati su ciò che Powell avrebbe detto all'inizio di dicembre nella sua ultima apparizione ufficiale prima del periodo di blackout che precede la riunione del FOMC della scorsa settimana. La preoccupazione diffusa era che potesse fare marcia indietro, almeno in parte, rispetto alle parole pronunciate a novembre. Ciò non è accaduto, ma Powell ha comunque anticipato che era prematuro pensare a un taglio dei tassi.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

La scorsa settimana, la Federal Reserve ha nuovamente sorpreso i mercati utilizzando il dot plot per fornire indicazioni più solide, come è consuetudine da giugno. Le aspettative sulla situazione dei tassi alla fine del 2024 sono state abbassate di 50 punti base rispetto alle precedenti proiezioni, portando il totale dei tagli previsti per il 2024 a 75 punti base. Si tratta di un risultato ancora molto lontano dai 150 punti base attesi dal mercato, ma rappresenta comunque un'importante svolta rispetto alle osservazioni di qualche giorno prima, secondo cui era prematuro pensare a un taglio dei tassi. Per la fine del 2025, la Fed prevede che i tassi saranno al 3,6%, 30 punti base in meno rispetto alle proiezioni di settembre.

Altrettanto importante è il fatto che Powell non abbia fatto nulla durante la teleconferenza per cercare di allontanare la possibilità di una politica monetaria più accomodante il prossimo anno. Sono rimaste tali le dichiarazioni di rito sulla necessità di rimanere dipendenti dai dati, sul fatto che non esiteranno ad aumentare ulteriormente i tassi se necessario e che l'obiettivo primario della Fed è quello di riportare i prezzi verso l'obiettivo del 2%. Tuttavia, dal tenore delle risposte è emerso chiaramente che **l'attenzione della Fed si è spostata da un orientamento restrittivo a uno accomodante**. Un cambiamento di posizione così netto ha colto di sorpresa il mercato, come dimostra la reazione del mercato azionario e soprattutto di quello obbligazionario. Le estremità corte della curva statunitense, più sensibili alla politica monetaria, hanno registrato cali fino a 40 punti base in meno di 24 ore.

Per contro, la riunione della BCE del giorno successivo è stata un non-evento. Probabilmente sarebbe stato così in ogni caso, vista l'entità della sorpresa fornita dalla Fed il giorno prima. Tuttavia, anche la **BCE** ha colto i mercati un po' di sorpresa, considerando che la Lagarde ha invece chiaramente escluso la possibilità di pensare a tagli dei tassi nell'immediato futuro. Considerando che i dati economici europei mostrano una certa debolezza, sarebbe stato molto più ragionevole aspettarsi una svolta dovish da parte della BCE piuttosto che della Federal Reserve.

La BCE ha inoltre annunciato che continuerà a reinvestire il PEPP fino alla fine di giugno, per poi eliminarlo completamente nella seconda metà del 2024. La BCE ha probabilmente sfruttato l'ultima finestra disponibile per annunciare la fine dei reinvestimenti del PEPP, considerando che, se inizierà a tagliare i tassi nel 2024 (misura di allentamento), annunciare contemporaneamente la riduzione del programma PEPP (misura restrittiva) sarebbe stata una mossa incoerente. Così facendo, **la BCE conferma la sua incapacità di essere reattiva ai cambiamenti del contesto macroeconomico**, a differenza della Federal Reserve. Vale la pena ricordare che a metà del 2021 aveva annunciato che il QE (PEPP) sarebbe continuato almeno fino al 2022 e che i tassi sarebbero stati alzati solo successivamente. Questo è esattamente ciò che è accaduto, nonostante l'inflazione fosse già salita a quasi il 10% all'epoca. La BCE ha preferito attenersi a un impegno che non aveva più senso, piuttosto che mostrare flessibilità e adeguare la propria politica monetaria. Oggi probabilmente sta commettendo lo stesso errore, impegnandosi a mantenere un orientamento restrittivo (escludendo un abbassamento dei tassi e impegnandosi ad accelerare il QT ponendo fine ai reinvestimenti del PEPP) in un momento in cui l'economia dell'UE mostra chiaramente segni di decelerazione.

(continua)

L'ultima banca centrale che potrebbe cogliere i mercati di sorpresa è la Bank of Japan che si è riunita martedì 19 dicembre*. Poiché anche l'inflazione di base in Giappone è ai massimi da 40 anni e sembra essere più resistente del previsto, è possibile che la BoJ decida di aumentare i tassi ufficiali nei prossimi meeting.

Se ciò dovesse accadere, non ci sarebbe più nessuna banca centrale al mondo che mantiene ancora tassi sotto lo zero, ponendo fine (si spera per sempre) all'era dei tassi negativi.

A prescindere dalla decisione della BoJ, il principale risultato delle riunioni delle banche centrali della scorsa settimana è che **la Federal Reserve ha chiaramente cambiato rotta** e quando la Fed lo fa, tutte le altre banche centrali occidentali la seguono a breve distanza. Non ci si aspettava che questo spostamento verso una posizione dovish avvenisse così rapidamente e il mercato si è immediatamente adeguato al nuovo scenario, con un'altra gamba al rialzo nei mercati azionari e obbligazionari.

Il calo dei tassi ha riportato le curve, in particolare quella tedesca, a livelli relativamente meno attraenti. Nell'immediato futuro, potrebbe esserci un fisiologico rimbalzo dei tassi dopo il forte calo delle ultime sei settimane, anche se limitato, considerando che è ormai certo che i tassi non verranno ulteriormente alzati. In una prospettiva di più lungo periodo, l'aspettativa di tagli dei tassi da parte delle banche centrali nei prossimi mesi potrebbe riportare le curve su livelli ancora più bassi di quelli attuali. Di conseguenza, e considerando che le aspettative del mercato sono ora per un soft landing, **gli investitori obbligazionari potrebbero tornare a cercare rendimenti (piuttosto che gestire la duration), portando a un'ulteriore compressione degli spread creditizi.**

Per quanto riguarda i titoli azionari, il ritorno ai massimi storici ha riportato le valutazioni a livelli costosi, in particolare nel mercato statunitense, ma questo aspetto è ora meno preoccupante perché anche i rendimenti sono diminuiti in modo significativo, quindi la concorrenza delle obbligazioni è meno pronunciata. Tuttavia, anche in questo caso **una correzione fisiologica potrebbe verificarsi in qualsiasi momento. Non si può escludere una continuazione del trend attuale** fino ai primi di gennaio, considerando che il riposizionamento degli investitori dopo la svolta a sorpresa della Fed potrebbe non essere finito. Inoltre, occorre tenere conto dell'"effetto gennaio", ossia la tendenza dei mercati a salire nei primi giorni dell'anno.

Un contesto che combina tassi in calo ed un soft landing potrebbe essere favorevole per gran parte del mercato azionario: i titoli growth beneficierebbero di tassi d'interesse più bassi, i titoli value, che sono stati venduti per paura di un'imminente recessione, potrebbero rimbalzare fortemente se la recessione non si materializzasse ed i titoli ad alto dividendo perché in un mondo di tassi in calo, i rendimenti da dividendi elevati diventano relativamente più interessanti. L'unico segmento del mercato che potrebbe sottoperformare (pur salendo in termini assoluti) è quello dei titoli difensivi, perché in un simile contesto la preferenza degli investitori andrebbe soprattutto alle categorie sopra citate.

Da un punto di vista geografico, questo scenario potrebbe essere particolarmente vantaggioso per i mercati emergenti. Sappiamo che questi tendono a sotoperformare quando i tassi delle banche centrali occidentali scendono e/o sono a livelli assoluti bassi, nonché quando il dollaro si indebolisce. L'allentamento monetario da parte della Fed potrebbe causare entrambe queste condizioni favorevoli per i mercati emergenti. Dato che le valutazioni sono particolarmente basse sia in termini assoluti che relativi, il potenziale di rimbalzo dei mercati emergenti potrebbe essere considerevole (vale la pena ricordare, tuttavia, che il peso dei mercati emergenti all'interno dei portafogli dovrebbe ancora rimanere a livelli ragionevoli).

Insomma, se l'anno che sta per concludersi ha visto una notevole polarizzazione dei rendimenti, nel 2024 sembra che un eventuale ulteriore rialzo possa essere di ampia portata e consentire un recupero di ciò che era stato sottoperformante.

* Dati e commenti aggiornati al Comitato di Asset Allocation del 18/12/2023.

Asset Allocation View



Equity

Developed Markets



Emerging Markets



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



Developed Markets Corporate



Emerging Markets



Commodities

Currencies

Segue commento



UNDER



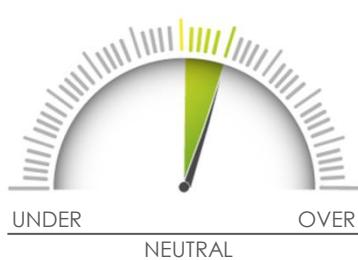
NEUTRAL



OVER

Equity

Developed Markets



View aggiornata a **leggero sovrappeso**. Questo cambiamento è influenzato dal cambio di rotta delle banche centrali, in particolare della Federal Reserve, che ha indicato la possibilità di tagli multipli dei tassi di interesse nel 2024. Ciò potrebbe contribuire all'attuale slancio rialzista, ulteriormente alimentato dall'"effetto gennaio", ovvero la tendenza storica dei mercati a salire nel primo mese dell'anno. Tuttavia, si consiglia cautela a causa delle valutazioni elevate e della condizione di ipercomprato, che potrebbe innescare un ritracciamento in qualsiasi momento.

US



Europe



Japan



Emerging Markets



View aggiornata a **leggero sovrappeso**. L'orientamento delle banche centrali occidentali e il potenziale indebolimento del dollaro, a condizione che la Fed attui il previsto taglio dei tassi indicato dai nuovi «dot», favoriscono storicamente una sovrapreformance dei mercati emergenti. Dato il loro punto di partenza, con valutazioni basse sia in termini assoluti che relativi, raccomandiamo di mantenere una leggera sovra ponderazione nei paesi emergenti. Tuttavia, stiamo modificando il nostro focus, allontanandoci dalla regione dell'America Latina. Se si concretizzerà un rimbalzo, questo sarà probabilmente guidato dai Paesi che sono rimasti indietro nel 2023.

Asia ex-Japan



EEMEA

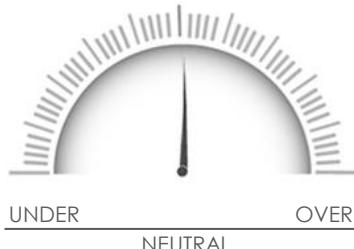


LATAM



Fixed Income

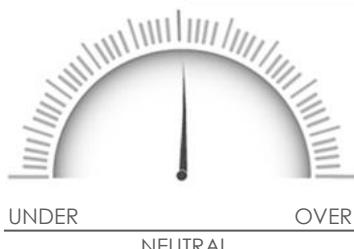
Developed Markets Sovereign



Vista mantenuta **neutrale**. Dopo il rally delle ultime settimane, un ritracciamento delle obbligazioni è possibile e fisiologico. Tuttavia, dato il cambio di rotta delle banche centrali, è difficile immaginare un aumento significativo dei tassi dai livelli attuali, a meno che non si verifichino sviluppi inflazionistici inattesi, che non sono previsti nel breve termine. Nel valutare le varie curve, esercitiamo una maggiore cautela nei confronti della curva tedesca, in quanto il potenziale per un ulteriore calo dei tassi appare ora più limitato.



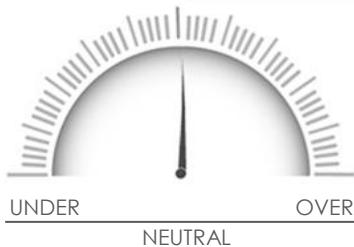
Developed Markets Corporate



View aggiornata a **neutrale**. Dopo il cambio di rotta delle banche centrali e la riduzione dei tassi privi di rischio nell'ultimo mese, l'attenzione degli investitori si sposterà maggiormente verso la ricerca di rendimento, per cui gli spread hanno la possibilità di comprimersi ulteriormente, anche se sono piuttosto ristretti. Continuiamo a privilegiare le obbligazioni societarie investment grade e raccomandiamo di evitare le obbligazioni ad alto rendimento.



Emerging Markets



View aggiornata a **neutrale**. L'aspettativa di politiche monetarie più accomodanti da parte delle banche centrali occidentali potrebbe favorire un ritorno di interesse verso l'asset class da parte degli investitori internazionali, soprattutto se il dollaro dovesse indebolirsi rispetto ai livelli attuali.



Commodities



View aggiornata a **leggero sovrappeso**. I metalli preziosi potrebbero avere spazio per estendere la loro avanzata, poiché la svolta delle banche centrali si aggiunge agli altri fattori che hanno favorito il recente rally, ossia il possibile indebolimento del dollaro statunitense e il fatto che i metalli preziosi tendono a fungere da copertura del portafoglio in caso di aumento delle tensioni geopolitiche. Il comitato di investimento rimane più cauto sulle altre materie prime, poiché sono legate all'evoluzione del ciclo economico ed è troppo presto per essere sicuri che si verifichi effettivamente un soft landing.



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale**, ma ora con un **orientamento ribassista**. Il cambio di rotta della Federal Reserve implica che la Fed ha probabilmente raggiunto il picco massimo del suo orientamento hawkish rispetto alle altre banche centrali, aumentando la possibilità che il dollaro americano si indebolisca ulteriormente.

Euro: la view è rimasta **neutrale** con un **bias rialzista**, non solo perché il dollaro potrebbe indebolirsi ulteriormente per il motivo appena citato, ma anche perché all'ultima riunione della BCE la Lagarde è stata più hawkish del previsto, scartando la possibilità di un imminente taglio dei tassi.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale con un bias ribassista**. In assenza di adeguate misure di stimolo e in presenza di persistenti tensioni geopolitiche, il renminbi può subire ulteriori ribassi.

Valute emergenti: view portata a **neutrale** sulla maggior parte delle valute emergenti con un bias rialzista. Il cambiamento di posizione delle banche centrali occidentali e i tassi più bassi sono di supporto alle valute emergenti. Continuiamo a essere relativamente più ottimisti sulle valute dell'America Latina.

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.