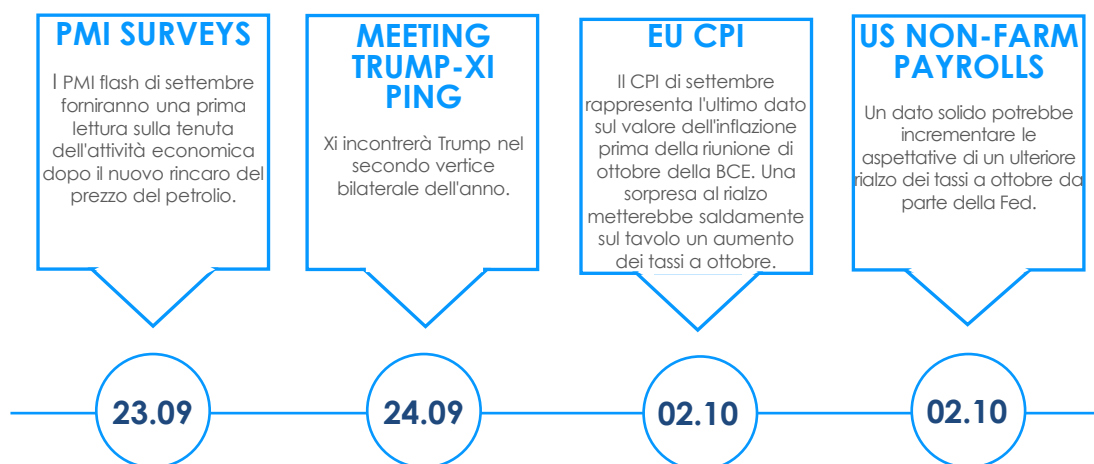


Eventi principali

Azimut Global Network

- * Milan
- * Abu Dhabi
- * Austin
- * Cairo
- * Chicago
- * Dubai
- * Dublin
- * Hong Kong
- * Estoril
- * Istanbul
- * Lugano
- * Luxembourg
- * Mexico City
- * Miami
- * Monaco
- * New York
- * Santiago
- * São Paulo
- * Shanghai
- * Singapore
- * St Louis
- * Sydney
- * Taipei



BANCHE CENTRALI SOTTO I RIFLETTORI: IL RIALZO A TUTELA DELLA CREDIBILITÀ

- Nell'arco di otto giorni, Fed, BCE e BOJ hanno tutte rialzato i tassi, mentre la BOE ha mantenuto inalterata la politica monetaria con una votazione di 6-3 e un orientamento restrittivo.
- Con le economie globali che mostrano resilienza allo shock energetico nel Medio Oriente e l'inflazione che rimane ben al di sopra del target, le banche centrali non hanno avuto altra scelta se non stringere la politica monetaria per preservare la propria credibilità.
- I titoli di Stato ne hanno risentito maggiormente: i rendimenti dei titoli di Stato a livello globale sono aumentati ulteriormente, raggiungendo i massimi del periodo post-Covid in diverse giurisdizioni.

Negli ultimi giorni, la Federal Reserve, la Banca Centrale Europea (BCE) e la Bank of Japan (BOJ) hanno tutte effettuato un rialzo dei tassi di 25 punti base. Al contrario, la Bank of England (BOE) ha mantenuto i tassi invariati, evidenziando tuttavia un orientamento restrittivo.

La logica sottostante al restringimento della politica monetaria è duplice. In primo luogo, l'inflazione rimane al di sopra del target, spinta dalle ripercussioni del conflitto in Medio Oriente sui mercati energetici. In secondo luogo, sussiste la stringente necessità di ripristinare la credibilità della FED e della BOJ, dopo la riluttanza mostrata ad avviare la stretta monetaria. In questa nota forniamo un riepilogo delle decisioni di politica monetaria intraprese da Fed, BCE, BOJ e BOE, valutandone le più ampie implicazioni di mercato.

Federal Reserve: rimossa una «dose di accomodamento»

Il FOMC ha alzato il range obiettivo di 25 punti base al 3,75–4,00% il 16 settembre, con voto all'unanimità. Il Presidente Warsh ha citato dati più solidi sul lavoro e sull'attività economica, rilevazioni estive sull'inflazione che «non superavano l'esame» e l'impatto della geopolitica sui prezzi delle materie prime, con la PCE core ancora al di sopra del 3%.

(continua)

Le proiezioni aggiornate sono risultate più restrittive del previsto sotto diversi aspetti. In primo luogo, una maggioranza di 16 contro 2 tra i partecipanti ha previsto almeno un ulteriore rialzo per il 2026; in secondo luogo, la stima mediana della PCE core è stata rivista leggermente al rialzo al 3,4% per il 2026 e al 2,5% per il 2027; in terzo luogo, il tasso neutrale mediano di lungo termine si è spostato all'insù dal 3,06% al 3,25%, mentre il dot per il 2029, introdotto di recente, si è posizionato al 3,50-3,75%.

Durante la conferenza stampa, Warsh ha ripetutamente definito la mossa come la «rimozione di una dose di accomodamento», segnando una netta discontinuità rispetto alla prevalente caratterizzazione della politica monetaria come neutrale o moderatamente restrittiva. È opportuno evidenziare che l'inflazione rimane guidata dai costi, piuttosto che dalla crescita salariale.

La decelerazione della crescita salariale e i guadagni di produttività stanno ancorando il costo unitario del lavoro, con pressioni sui prezzi riconducibili invece a energia, dazi, domanda legata all'IA e solidi margini societari. Sebbene questo scenario consenta un ritmo di stretta graduale, i prezzi di mercato scontano, al momento in cui si scrive, un altro rialzo completo prima della fine del 2026 e un tasso terminale del 4,75% raggiunto nel terzo trimestre del 2027.

BCE: inflazione «ben al di sopra del target per un periodo prolungato»

Il Consiglio Direttivo ha alzato all'unanimità il tasso sui depositi di 25 punti base al 2,50%, una decisione che la Presidentessa Lagarde ha definito un «atto dovuto». Le ultime proiezioni dello staff hanno abbinato una crescita leggermente più solida a un superamento dell'inflazione più persistente, posizionando l'inflazione core al 2,6% nel 2027 e al 2,3% nel 2028. Le revisioni sono state attribuite principalmente agli effetti indiretti dell'energia, piuttosto che a dinamiche di secondo livello. Il linguaggio si è inasprito, con il comunicato che fa riferimento a un'inflazione «ben al di sopra del target per un periodo prolungato», riprendendo una formulazione utilizzata l'ultima volta durante il ciclo di rialzi del 2022-2023.

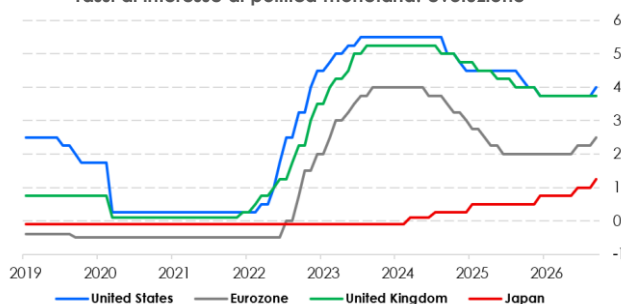
La Presidentessa Lagarde si è astenuta dal segnalare le prossime mosse, ponendo poca enfasi sulla rilevazione più debole di agosto e liquidando le stime sul tasso neutrale come priva di «grande importanza». Dato che i forward sull'energia si stanno posizionando vicino allo scenario avverso del suo staff, un ulteriore rialzo di 25 punti base al 2,75% a dicembre appare come l'esito più probabile. Tuttavia, una mossa a ottobre non può essere del tutto esclusa qualora l'inflazione di settembre dovesse sorprendere al rialzo o se dovessero emergere dai sondaggi della BCE i primi segnali di effetti di secondo livello.

Bank of England: tassi invariati, ma «le ragioni per una stretta si stanno rafforzando»

Il Monetary Policy Committee (MPC) ha mantenuto il tasso di riferimento invariato al 3,75% con una votazione di 6-3, con Pill, Greene e Mann favorevoli invece a un rialzo di 25 punti base. La decisione di mantenere i tassi fermi ha riflesso un mercato del lavoro ancora debole e condizioni finanziarie più restrittive, con il Comitato che ha evidenziato scarse evidenze di effetti secondari di rilievo. Tuttavia, l'MPC ha riconosciuto che i rischi al rialzo sono aumentati da luglio e lo staff della Banca prevede ora che l'inflazione salga leggermente al di sopra del 4% all'inizio del 2027.

Di rilievo, i quattro membri interni (Bailey, Breeden, Lombardelli e Ramsden) hanno tutti segnalato apertura ad aumentare i tassi, con il Governatore che ha dichiarato che è «probabile che la politica monetaria debba subire una stretta» qualora il conflitto dovesse persistere «come sembra essere il caso». Separatamente, la Banca ha svelato un piano pluriennale per ridurre a zero le proprie detenzioni di Gilt entro il 2034 tramite 20 miliardi di sterline di vendite annuali, in parallelo ai titoli in scadenza. Elemento cruciale, le aste attive saranno sospese mentre la Banca valuta un nuovo modello secondo cui il Debt Management Office assorbirebbe i Gilt oggetto di vendita.

Tassi di interesse di politica monetaria: evoluzione



Fonte: Bloomberg

(continua)

Bank of Japan: «la fase della politica monetaria è cambiata»

La BOJ ha alzato il proprio tasso di riferimento di 25 punti base all'1,25% con una maggioranza di 7-2. I membri del Consiglio Asada e Sato – entrambi considerati vicini all'amministrazione Takaichi – si sono espressi contro. Sebbene il tasso di riferimento si trovi ora all'interno del range neutrale stimato dalla stessa BOJ (1,1-2,5%), il comunicato ha ribadito che le condizioni finanziarie rimangono accomodanti e che la Banca intende continuare ad alzare i tassi.

L'elemento chiave è emerso dalla conferenza stampa del Governatore Ueda. Con l'inflazione di fondo ormai vicina al 2%, Ueda ha notato che «la fase della politica monetaria è cambiata», passando da un approccio di gestione del rischio focalizzato sui rischi al ribasso a un quadro simmetrico, che attribuisce pieno peso ai rischi al rialzo. Ueda ha evitato di menzionare uno specifico tasso terminale, ma ha suggerito che non si esclude un livello d'arrivo superiore a quello neutrale. Ha inoltre evidenziato che la stretta delle banche centrali estere impatta sul Giappone attraverso il tasso di cambio, che richiede pertanto un attento monitoraggio.

Implicazioni e prospettive per i titoli di Stato globali

L'ulteriore e deciso aumento dei rendimenti dei titoli di Stato ha scosso i mercati finanziari e, in particolare, gli investitori nel reddito fisso. I rendimenti attuali offrono un'opportunità generazionale per gli investitori? Oppure si tratta della manifestazione di un processo di aggiustamento che ha ancora molta strada da fare?

Nella relazione «Global Bonds: from Downing Street to Capitol Hill, via Hormuz»¹ abbiamo sostenuto che, nel breve termine, le prospettive per i titoli di Stato globali dipendevano fortemente dal percorso degli eventi, mentre un'attenuazione delle ostilità in Medio Oriente avrebbe fornito un vento a favore per i titoli di Stato globali, un'ulteriore escalation avrebbe comportato una continua pressione al rialzo sui rendimenti. Abbiamo inoltre aggiunto che, rispetto all'episodio del 2021-2022, anche in caso di una nuova escalation, il rischio al ribasso sarebbe stato più contenuto, in conseguenza di un punto di partenza sostanzialmente più elevato dei tassi di interesse di politica monetaria, un punto di partenza più basso dell'inflazione, una politica fiscale meno espansiva e la diversa natura dello shock, questa volta interamente guidato da fattori dal lato dell'offerta.

Tali argomentazioni rimangono valide? A nostro avviso, sì.

Oltre a riaccendere le tensioni in Medio Oriente, tre elementi chiave hanno contribuito al recente sell-off dei titoli di Stato globali:

- primo, la diffidenza degli investitori sulla credibilità delle banche centrali (Fed e BOJ in particolare, dopo aver mostrato riluttanza ad alzare i tassi);
- secondo, la diffusa consapevolezza che la forte crescita della spesa in capex per finanziare le infrastrutture legate all'IA ha spinto al rialzo il costo del capitale;
- terzo, la diffusa liquidazione delle posizioni da parte di investitori a breve termine e con leva finanziaria (prevalentemente hedge fund) che ha accentuato i movimenti: a titolo esemplificativo, il 10 settembre (giorno della riunione della BCE), la parte a breve (Euribor) della curva dei rendimenti europea ha registrato il quarto picco giornaliero di aumento dei rendimenti più marcato dal 2009.

Media ponderata dei rendimenti a 10 anni per un paniere dei principali mercati sovrani sviluppati*



Fonte: Bloomberg, Azimut Elaboration.

* Paesi selezionati: U.S., U.K., Germany, France, Australia, Japan, Italy

(continua)

Come si traduce questo nell'outlook per i titoli di Stato globali?

La tesi tattica a favore dei titoli di Stato rimane fortemente legata al percorso degli eventi, poiché gli investitori si concentrano sugli sviluppi in Medio Oriente e sui risultati delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti (3 novembre). Ciò detto, da un punto di vista strategico, riteniamo che vi siano solide ragioni a favore delle obbligazioni: i rendimenti più elevati migliorano il carry e i rendimenti prospettici, offrendo al contempo un cuscinetto contro ulteriori aumenti dei rendimenti e, di conseguenza, un rischio inferiore. Semplici calcoli sui titoli obbligazionari forniscono un supporto inequivocabile a questa osservazione: un investitore che acquistasse un US Treasury benchmark a 5 anni al livello di rendimento attuale e lo detenesse per 12 mesi potrebbe tollerare un ulteriore aumento di 100 punti base e continuare comunque a guadagnare sulla posizione (livello di rendimento di breakeven: 6,1%, circa 125 pb sopra il livello attuale). Analogamente, la situazione è sovrapponibile per i Gilt britannici a 5 anni (breakeven: +135 pb) e per i Bobl tedeschi a 5 anni (breakeven: +80 pb)².

Inoltre, i mercati stanno già scontando un ciclo di rialzi a tutti gli effetti da parte delle principali banche centrali. I prezzi attuali implicano quasi 4 rialzi per la Fed e per la BCE, in aggiunta a quelli già effettuati, e quasi 5 rialzi per la BOE, con tassi terminali che dovrebbero essere raggiunti nel quarto trimestre del 2027. Rispetto ai prezzi attuali, vale la pena condividere alcune osservazioni:

- per quanto riguarda gli Stati Uniti e l'Eurozona, le aspettative a medio termine sui futuri livelli dei rendimenti si posizionano su o al di sopra dei livelli massimi raggiunti nel 2022 e nel 2023, nonostante i tassi di interesse di politica monetaria siano considerevolmente più bassi rispetto a quel periodo; ciò suggerisce quindi che lo scenario di tassi più elevati più a lungo («higher for longer») sia già incorporato nei prezzi attuali;
- anche senza un'escalation in Medio Oriente, in uno scenario in cui i prezzi dell'energia dovessero muoversi lateralmente da qui in avanti, si vedrebbero gli effetti base iniziare ad esercitare una pressione al ribasso sui dati di inflazione a partire dal primo trimestre del 2027, riducendo probabilmente, o eliminando, la necessità di stringere la politica monetaria dopo il primo trimestre del 2027.

Inoltre, come anticipato in precedenza, il quadro istituzionale si sta muovendo per contrastare i movimenti al rialzo dei rendimenti a lungo termine. L'annuncio di riacquisto da parte del Tesoro statunitense e la proposta della BOE di trasferire le sue detenzioni di titoli a lungo termine al Debt Management Office suggeriscono che il livello di attenzione sta aumentando.

Infine, se la necessità di tenere il passo con la nuova era tecnologica («Pace the AI Frontier»³) dovesse comportare un rallentamento della spesa in capex per gli hyperscaler, i titoli di Stato potrebbero beneficiare di una minore concorrenza per i capitali, oltre che del fatto che gli investitori ridurrebbero il sovrappeso azionario, attualmente ai massimi storici, riallocando le risorse verso il comparto obbligazionario.

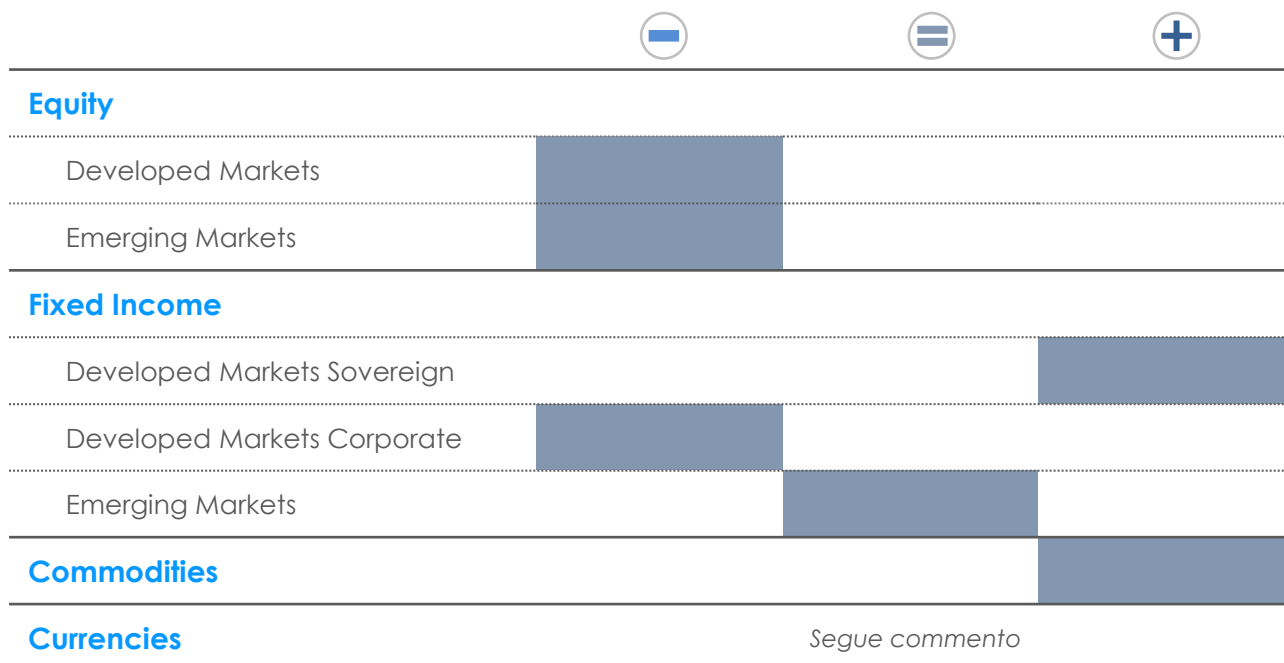
Per concludere, nonostante l'evoluzione del quadro macroeconomico, i titoli di Stato globali rappresentano un'opzione d'investimento interessante per chi adotta una prospettiva a medio-lungo termine. La diversificazione e la differenziazione rimangono fondamentali per ottimizzare i rendimenti, poiché è probabile che la dispersione tra i mercati si mantenga elevata. Le scadenze brevi e intermedie garantiscono una solida protezione dai ribassi, mentre le scadenze a più lungo termine offrono un'espressione ad alta convessità per bloccare nel lungo periodo rendimenti elevati, sui massimi da diversi decenni.

¹ Azimut Investments, [Global Bonds: from Downing Street to Capitol Hill, via Hormuz](#), Azimut Global View, 26 maggio, 2026.

² Questi esempi prendono in considerazione titoli di Stato benchmark a 5 anni per Stati Uniti, Regno Unito e Germania. I risultati possono variare a seconda delle caratteristiche specifiche dei titoli considerati.

³ Dario Amodei, «We Must Pace the Frontier», 2025 (darioamodei.com/post/we-must-pace-the-frontier).

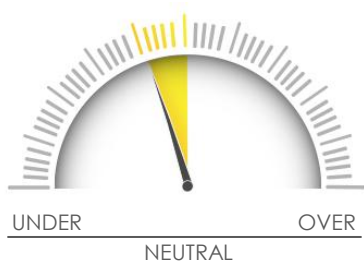
Asset Allocation View



⊖ UNDER = NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



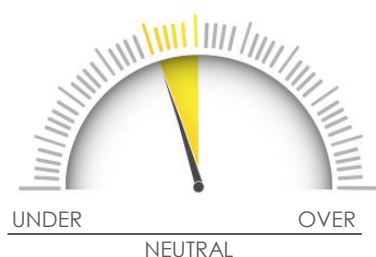
View mantenuta a **leggero sottopeso**. Da un lato, l'aumento dei tassi di interesse nominali e reali, la stagionalità sfavorevole e i costanti rischi geopolitici impongono cautela. Dall'altro lato, tuttavia, il mercato si dimostra resiliente, con rotazioni interne tra temi e settori che continuano a sostenere gli indici azionari. Ciò suggerisce una forza di fondo, spiegata anche dalla solida crescita degli utili. La leggera posizione di sottopeso è quindi giustificata dal recente rialzo dei tassi di interesse, che ha reso il tasso privo di rischio relativamente più interessante, mentre continuiamo a ritenere che qualsiasi correzione di rilievo debba essere vista come un'opportunità di acquisto, a condizione che la crescita economica e degli utili rimangano solide.

US =

Europe ⊕

Japan =

Emerging Markets



View mantenuta a **leggero sottopeso**. Anche gli stessi fattori - sia positivi sia negativi - menzionati in precedenza si applicano in questo contesto. Un'ulteriore ragione di cautela deriva dalle posizioni restrittive di molte banche centrali, che prospettano la possibilità di tassi di interesse più elevati a livello globale: un fattore che tipicamente grava sui mercati emergenti. Sul fronte positivo, i mercati emergenti continuano a trattare a un forte sconto rispetto ai mercati sviluppati e rimangono i principali beneficiari dei capex degli hyperscaler, grazie all'elevato peso dei settori tecnologico e dei semiconduttori all'interno degli indici emergenti.

Asia ex-Japan =

EEMEA =

LATAM =

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Sebbene la geopolitica, le pressioni inflazionistiche e l'orientamento restrittivo delle banche centrali suggeriscano che i tassi potrebbero continuare a salire, non possiamo ignorare il fatto che i rendimenti sono tornati a livelli che non si vedevano da decenni, in particolare sulla parte a lungo termine della curva, e solo in misura leggermente inferiore su quella a breve. In un'allocazione di portafoglio, in cui occorre considerare il rendimento atteso delle diverse asset class, il rialzo dei tassi non può essere trascurato ed è opportuno incrementare gradualmente l'esposizione. Non solo per aumentare il carry di portafoglio, ma anche perché, da questi livelli, è ragionevole attendersi che la duration possa agire da copertura per il portafoglio in caso di turbolenze sui mercati. Tuttavia, sottolineiamo l'importanza di procedere «gradualmente nel tempo» proprio perché non possiamo escludere che il rialzo continui ancora per un po'. Continuiamo a preferire i segmenti a breve e medio termine, soggetti a una minore volatilità, ma siamo anche sempre più attratti dalle scadenze lunghe.

EU Core



EU Periphery



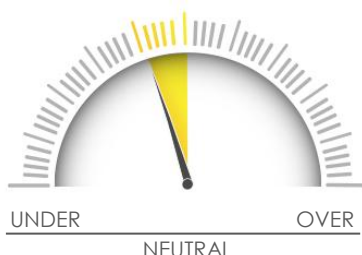
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View portata da neutrale a **leggero sottopeso**. Gli spread hanno raggiunto livelli estremamente contenuti e non compensano più adeguatamente il rischio di credito implicito. Nell'eventualità di un picco di volatilità sui titoli di Stato per qualsiasi ragione - comprese le prossime elezioni negli Stati Uniti, in Francia e in Italia - potrebbero verificarsi effetti di contagio sui mercati del credito. Qualsiasi allargamento degli spread in un simile scenario potrebbe offrire un'interessante opportunità di rientro sul mercato. All'interno del comparto creditizio, continuiamo a preferire le obbligazioni IG rispetto a quelle HY.

IG Europe



IG US



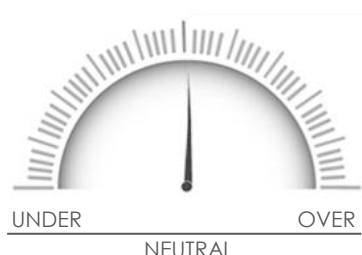
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Gli spread sui titoli di debito dei paesi emergenti stanno a loro volta raggiungendo i minimi storici, ma il rendimento complessivo a scadenza rimane più elevato a parità di merito di rating. Un ulteriore restringimento porterebbe verosimilmente a un declassamento anche in questo comparto.

Local Currency



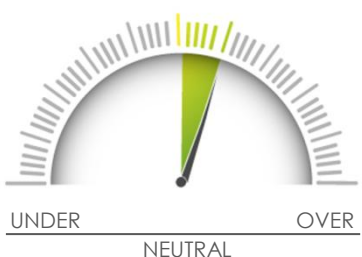
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Rimaniamo strategicamente più cauti sui metalli preziosi, dato il rischio che i tassi globali possano salire ulteriormente, ma la tesi rialzista di lungo periodo rimane intatta. Non nutriamo simili preoccupazioni per i metalli industriali, in particolare per le terre rare, poiché le carenze di offerta sono destinate a peggiorare nei prossimi anni a causa della loro crescente adozione in vari settori strategici, tra cui l'intelligenza artificiale, la corsa allo spazio, le applicazioni militari e la produzione di energia.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro US: view mantenuta **neutrale**. Il punto fondamentale emerso dalla recente riunione della banca centrale è che, nel breve termine, gli istituti centrali continueranno ad alzare i tassi in modo coordinato; di conseguenza, in termini relativi, lo status quo rimarrà inalterato. Poiché il differenziale dei tassi di interesse - che rappresenta il principale motore dei mercati dei cambi - indica che tutte le principali coppie valutarie sono vicine al loro fair value, non vi sono ragioni per discostarsi da un'allocazione neutrale.

Euro: view mantenuta **neutrale**.

Renminbi Cinese: view mantenuta **neutrale**.

Valute Emergenti: view mantenuta **neutrale**.

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.