

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



NON E' UN DÉJÀ-VU

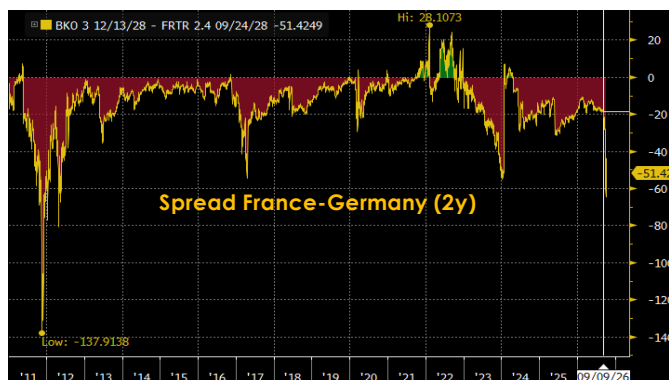
- I titoli di Stato francesi sono stati investiti da pesanti vendite, innescando un drastico allargamento dello spread con la Germania e rievocando lo spettro della crisi europea del 2011.
- La proposta di Mélenchon di cancellare il debito francese in pancia alla BCE è probabile che sia stato il catalizzatore che ha spaventato gli investitori, ma le cause profonde del sell-off risiedono in anni di cattiva gestione fiscale, nello stallo politico, nell'ascesa dei partiti estremisti, oltre che nel continuo rialzo dei tassi d'interesse su scala globale.
- Detto questo, Mélenchon registra consensi piuttosto bassi nei sondaggi e la BCE dispone di strumenti incisivi per prevenire qualsiasi rischio sistemico. Di conseguenza, un riproporsi di quanto accaduto 15 anni fa appare poco probabile, ma il rischio di contagio e di movimenti disordinati rimane.

La vendita incessante di titoli di Stato negli ultimi mesi ha portato al primo episodio di turbolenza sui mercati. Il sell-off ha avuto ripercussioni sull'intero comparto obbligazionario, inclusi i segmenti creditizi che a lungo erano rimasti immuni alle tensioni di mercato.

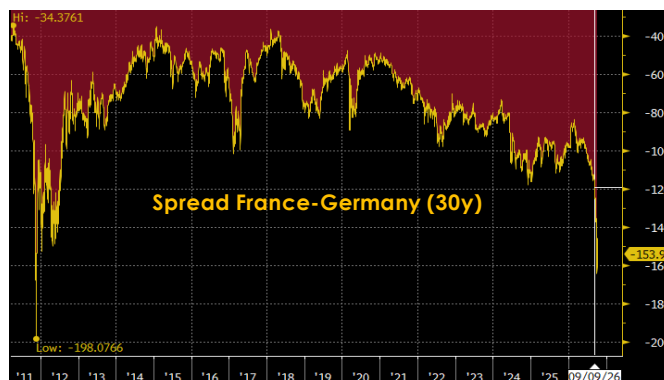
La Francia è stata ufficialmente il catalizzatore delle tensioni, ritrovandosi al centro della tempesta. Tuttavia, le cause profonde dei turbamenti a cui abbiamo assistito non sono affatto una novità: l'incapacità dei governi di contenere deficit eccessivi, il rialzo dei tassi d'interesse alimentato dai timori inflazionistici, l'aumento esponenziale delle esigenze di finanziamento di stati e imprese, unitamente a una minore indulgenza da parte degli investitori.

In aggiunta a ciò, la Francia vanta "meriti" del tutto propri: anni e anni di stallo parlamentare, un deficit ben oltre il parametro UE del 3% e i timori per il costante aumento dei consensi verso i partiti di estrema destra ed estrema sinistra si sono tradotti in una performance dei titoli di Stato francesi tra le peggiori degli ultimi anni.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Ma la goccia che ha fatto traboccare il vaso è stata verosimilmente la dichiarazione di Mélenchon, leader del partito di estrema sinistra (La France Insoumise, solitamente tradotto come "Francia Inserrata" o "Francia Non Sottomessa"), secondo cui la BCE dovrebbe cancellare il debito francese in suo possesso, creando così maggiore spazio di manovra per la spesa pubblica. La proposta era stata avanzata durante un comizio elettorale a fine agosto, ma ha attirato un'attenzione ben maggiore dopo la riunione della BCE del 10 settembre, quando alla presidente Lagarde è stato chiesto di commentare l'idea in conferenza stampa.

Parlare di cancellazione del debito in un contesto in cui i titoli di Stato non rappresentavano già di per sé la asset class preferita dagli investitori non ha certo aiutato. Com'era prevedibile, lo spread tra Francia e Germania ha registrato un marcato allargamento subito dopo.

Anche quella proposta potrebbe aver allarmato un gruppo di investitori particolarmente esposto verso la Francia: i giapponesi. Nel nostro report di fine luglio avevamo già sostenuto come il Giappone avesse forti incentivi a ripatriare le attività investite all'estero per reinvestirle in titoli di Stato domestici. Questa mossa avrebbe offerto il duplice vantaggio di sostenere sia il mercato dei JGB sia lo yen. Per contro, un intervento diretto della banca centrale a sostegno dei titoli governativi avrebbe provocato un deprezzamento dello yen - uno scenario sempre più difficile da sostenere sul piano politico, specialmente a seguito dell'intervento congiunto di Giappone e Stati Uniti a supporto della divisa giapponese.

Sebbene tutti i titoli di Stato a livello globale fossero potenzialmente sotto pressione - con l'unica eccezione dei Treasuries statunitensi, ancora una volta per ragioni politiche - in quel report ricordavamo come la Francia fosse il Paese più vulnerabile, figurando come terza destinazione dei flussi d'investimento esteri giapponesi dopo Stati Uniti e Isole Cayman. È possibile che l'ipotesi lanciata da Mélenchon di cancellare il debito abbia spinto alcuni investitori nipponici ad accelerare la propria uscita? Al momento non vi sono evidenze in merito, ma l'interrogativo resta legittimo.

Quale che sia stata la causa, una volta innescato, l'allargamento dello spread tra Francia e Germania ha preso un effetto palla di neve, guadagnando sempre più forza. Entro la fine di settembre, la dinamica dei prezzi ha smesso di essere relativamente controllata ed è diventata disordinata, come accade di consueto quando le quotazioni non sono più guidate da decisioni razionali, bensì da liquidazioni forzate e dall'attivazione degli stop-loss.

Improvvisamente, dopo circa 15 anni di stabilità, i modelli di prezzo dei titoli di Stato europei hanno iniziato a somigliare a quelli del 2011, con gli spread tra la Germania e la maggior parte degli altri Paesi UE in netto allargamento mentre gli investitori cercavano asset rifugio. Per ironia della sorte, tuttavia, i "cattivi" del 2025 non si trovavano sul banco degli imputati questa volta. Al contrario: molti dei debitori considerati meno affidabili all'epoca si sono trasformati nei più virtuosi sul piano fiscale. Questa volta è stata la Francia a subire il colpo più duro. L'Italia si è trovata nel mezzo, pur avendo mostrato una certa stabilità nel rapporto debito/PIL - sebbene su livelli elevati - e deficit vicini alla soglia del 3% fissata da Bruxelles, quindi non allarmanti.

	Debt to GDP ratio					Deficit/GDP 2025
	2018	2022	2026e	Delta 2018-2026e	Delta 2022-2026e	
Greece	190%	179%	137%	-52.7%	-42.3%	1.7%
Portugal	121%	111%	86%	-35.5%	-25.6%	0.7%
Japan	204%	228%	204%	0.7%	-23.4%	-1.7%
Spain	100%	109%	98%	-1.5%	-11.0%	-2.4%
Italy	134%	138%	138%	4.2%	0.0%	-3.1%
Germany	61%	64%	65%	3.8%	0.2%	-2.7%
Australia	42%	50%	51%	9.0%	0.6%	-0.1%
Switzerland	39%	36%	39%	-0.5%	2.6%	0.3%
United Kingdom	86%	98%	104%	18.0%	6.1%	-5.0%
United States	108%	119%	126%	18.1%	6.7%	-5.3%
France	99%	111%	118%	19.9%	7.0%	-5.1%
Canada	91%	104%	111%	19.9%	7.2%	-2.0%
China	56%	77%	107%	51.0%	29.6%	-4.8%

Fonte: Bloomberg, IMF, elaborazione Azimut.

(continua)

Il calo dei titoli di Stato italiani, tuttavia, si spiega anche con l'elevata liquidità dei futures sul BTP e con il fatto che l'Italia continua a scontare lo stigma di debitore inaffidabile. In virtù di questa combinazione di fattori, gli investitori potrebbero aver impiegato i futures BTP per coprire i propri portafogli dal rischio percepito di un possibile riporsi della crisi del debito europeo.

Ma quanto è concreto il rischio di assistere a uno scenario del genere? Probabilmente poco, e per una pluralità di ragioni.

Il primo è che 15 anni fa molti dei principali Paesi presentavano rapporti debito/PIL decisamente inferiori (intorno al 60%), mentre i rari Paesi con metriche superiori al 100% rappresentavano casi isolati e venivano guardati con sospetto. Oggi, i rapporti debito/PIL delle principali economie - con l'eccezione di poche virtuose che hanno mantenuto la disciplina di bilancio - sono sostanzialmente allineati e si collocano in media nella fascia tra il 100% e il 140%. Il rapporto debito/PIL aggregato dell'Eurozona si attesta poco al di sotto del 90%, mentre per la Francia è stimato raggiungere il 118% quest'anno. Pertanto, se questi livelli di indebitamento rappresentassero davvero il vero fattore di innesco, la criticità non sarebbe circoscritta alla sola Europa.

In secondo luogo, se le proposte di Mélenchon sono state la causa del panico, va notato che nei sondaggi Marine Le Pen è ampiamente in testa alla corsa presidenziale, mentre Mélenchon ed Édouard Philippe si contendono al millimetro il secondo posto. Qualora Mélenchon dovesse accedere al secondo turno, le proiezioni vedono Marine Le Pen vincente al ballottaggio con un margine di 70 a 30. Se invece dovesse passare Édouard Philippe, ciò significherebbe che il rischio rappresentato da Mélenchon sarebbe già stato eliminato al primo turno, a prescindere dall'esito del ballottaggio. Dal momento che, secondo le proiezioni, si prevede una vittoria di Marine Le Pen in entrambi gli scenari di ballottaggio, vale la pena evidenziare come, all'inizio di questa settimana, la leader abbia promesso di azzerare il deficit primario della Francia entro 18 mesi dall'insediamento, di attuare tagli alla spesa per un totale di 140 miliardi di euro nell'arco del mandato e di riportare il deficit francese al di sotto del 3% entro il 2030 e sotto il 2,5% entro il 2032. Un programma che è tutto fuorché irresponsabile sul piano fiscale.

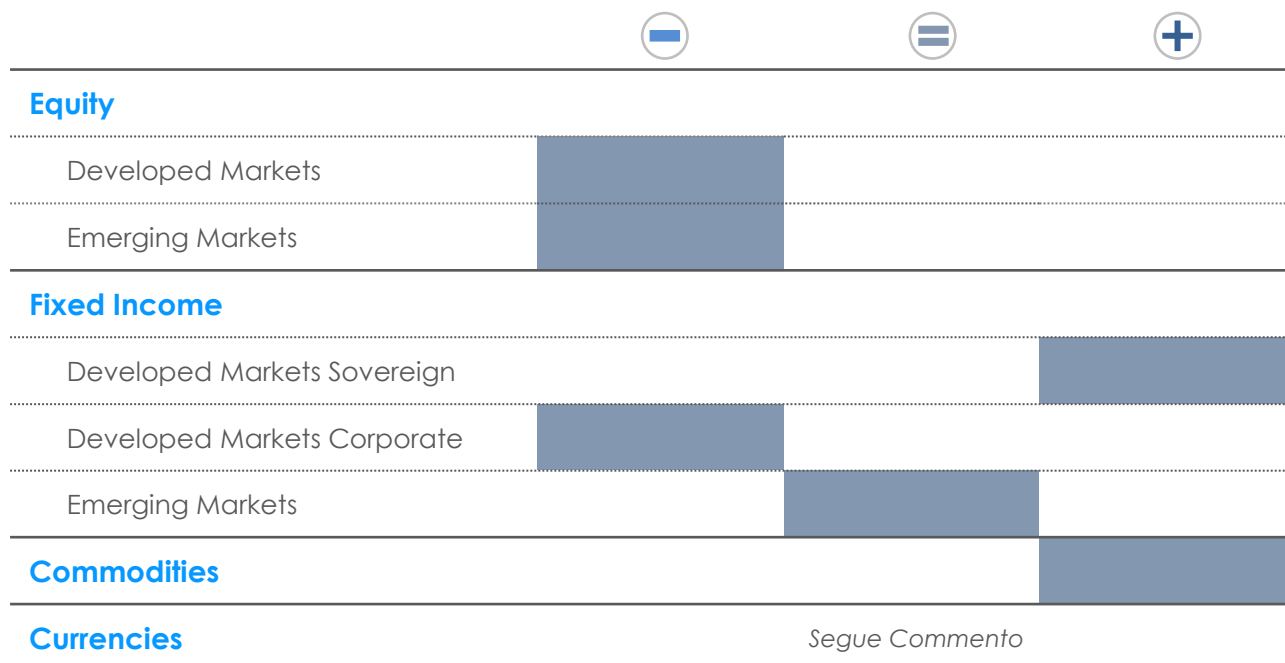
In terzo luogo, dal 2011 la BCE ha avuto il tempo di sviluppare nuovi e incisivi strumenti da impiegare qualora un simile scenario dovesse ripresentarsi - strumenti all'epoca non disponibili. Tra questi figura il «Transmission Protection Instrument» (TPI). Questo strumento è progettato per proteggere gli Stati membri dal rischio di contagio sui debiti sovrani e dalla frammentazione dei mercati, consentendo alla BCE di effettuare acquisti sul mercato secondario di titoli di Stato emessi da Paesi che affrontano "dinamiche di mercato ingiustificate e disordinate". L'aspetto di maggiore impatto è che l'ammontare degli acquisti è illimitato.

Tuttavia, affinché un Paese possa accedere al programma, devono essere soddisfatte quattro condizioni: conformità con le regole di bilancio dell'UE, assenza di gravi squilibri macroeconomici, sostenibilità fiscale e politiche macroeconomiche solide. Sebbene sia difficile sostenere che la Francia rispetti attualmente tali requisiti, gli altri Paesi dell'Eurozona ne sono con ogni probabilità idonei. Di conseguenza, il rischio di contagio verrebbe escluso qualora il TPI dovesse essere attivato.

Tutto considerato, sebbene la cattiva gestione fiscale della Francia negli ultimi anni abbia indubbiamente contribuito a peggiorare il quadro, il repentino e marcato allargamento degli spread osservato di recente sui titoli di Stato europei appare riconducibile, con maggiore probabilità, alla prolungata flessione dei prezzi obbligazionari nei mesi precedenti. Tale dinamica ha poi preso campo, innescando vendite da panico e liquidazioni forzate. Le posizioni lunghe su OAT francesi o BTP italiani abbinate a posizioni corte su Bund tedeschi costituivano un carry trade piuttosto diffuso; lo smantellamento di tali posizioni - unito a un possibile disinvestimento da parte degli investitori giapponesi, che già pianificavano di ripatriare almeno una quota dei propri investimenti esteri - potrebbe spiegare in modo del tutto coerente i movimenti disordinati dei prezzi.

Tuttavia, sebbene si possa sostenere che il recente sell-off su OAT e BTP sia stato eccessivo, non bisognerebbe sottovalutare il fatto che il deciso rialzo dei tassi d'interesse a livello globale stia iniziando a produrre alcune crepe nel mercato e ad aumentare il rischio di un improvviso contagio.

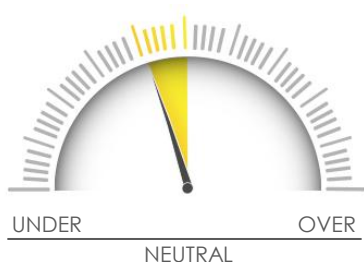
Asset Allocation View



⊖ UNDER = NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



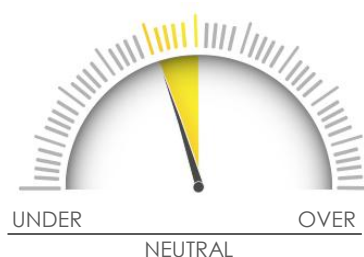
View mantenuta a **leggero sottopeso**. Le crepe che stanno emergendo sul mercato obbligazionario, unite al recente e netto rialzo dei tassi d'interesse nominali e reali e alle persistenti tensioni geopolitiche, stanno delineando un contesto più complesso per il comparto azionario. Pur riconoscendo che la rotazione settoriale e tematica continua a sostenere gli indici azionari, raccomandiamo di mantenere un approccio più cauto, alla luce del crescente rischio di movimenti disordinati o di un contagio dal comparto obbligazionario. Notizia positiva è che la fase stagionale più critica sta lentamente volgendo al termine e la imminente earnings season si preannuncia ancora una volta promettente. Di conseguenza, continuiamo a ritenere che eventuali correzioni di rilievo debbano essere interpretate come un'opportunità d'acquisto, a condizione che la crescita economica e degli utili si mantenga solida.

US ⊕

Europe =

Japan =

Emerging Markets



View mantenuta a **leggero sottopeso**. I medesimi fattori - sia positivi che negativi - menzionati in precedenza si applicano anche in questo contesto. Ulteriori elementi di cautela scaturiscono dall'orientamento hawkish di molte banche centrali e dal rafforzamento del dollaro statunitense, fattori che tipicamente zavorrano i mercati emergenti. Sul fronte positivo, i mercati emergenti continuano a scambiare a un forte sconto rispetto ai mercati sviluppati e rimangono i principali beneficiari dei capex delle hyperscaler, in virtù dell'elevato peso dei settori tech e semiconduttori all'interno dei relativi indici.

Asia ex-Japan =

EEMEA =

LATAM =

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Sebbene le dinamiche geopolitiche, le pressioni inflazionistiche e l'orientamento hawkish delle banche centrali suggeriscano che i tassi potrebbero continuare a salire, non possiamo ignorare il fatto che i rendimenti siano tornati su livelli che non si vedevano da decenni, in particolare sulla parte a lungo termine della curva e, solo in misura leggermente minore, su quella a breve. In un'ottica di asset allocation di portafoglio, in cui occorre valutare il rendimento atteso delle diverse classi di attivo, questo rialzo non può essere trascurato ed è opportuno incrementare gradualmente l'esposizione. Ciò non solo per aumentare il carry del portafoglio, ma anche perché, a questi livelli, è ragionevole attendersi che la duration possa fungere da copertura in caso di tensioni sui mercati. Tuttavia, sottolineiamo l'importanza di procedere "gradualmente nel tempo" proprio perché non si può escludere che la fase rialzista prosegua ancora per un po' o che si verifichino altri movimenti disordinati come quelli osservati la scorsa settimana. Continuiamo a privilegiare i segmenti a breve e medio termine, caratterizzati da una minore volatilità.

EU Core



EU Periphery



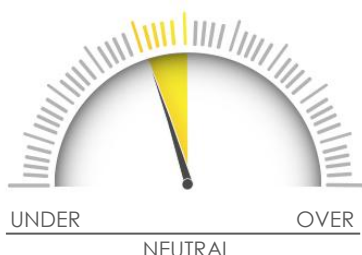
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta a **leggero sottopeso**. Da livelli estremamente compressi - che non compensavano più adeguatamente il rischio di credito implicito - gli spread si sono allargati in modo piuttosto netto da metà settembre. Come previsto, l'impennata di volatilità sui titoli di Stato - verificatasi sulla curva dei rendimenti francese - si è trasmessa sui mercati del credito. L'attuale livello degli spread non è ancora considerato adeguato, pertanto continuiamo a raccomandare cautela. All'interno del comparto creditizio, continuiamo a preferire le obbligazioni investment grade rispetto a quelle high yield.

IG Europe



IG US



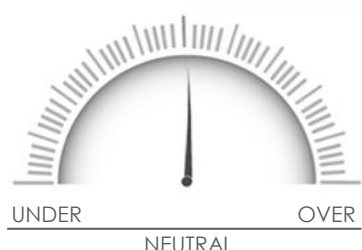
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Gli spread sul debito dei mercati emergenti sono stati a loro volta impattati dalle recenti turbolenze registrate sulle obbligazioni dei mercati sviluppati. Tuttavia, il rendimento a scadenza complessivo si mantiene superiore a parità di rating, mentre la volatilità si è attestata su livelli analoghi.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Manteniamo un approccio tatticamente più cauto sui metalli preziosi, dato il rischio che i tassi globali possano salire ulteriormente, ma la tesi rialzista nel lungo termine rimane intatta. Non nutriamo simili preoccupazioni sui metalli industriali, in particolare sulle terre rare, dal momento che il deficit di offerta è destinato ad aggravarsi nei prossimi anni a causa del loro crescente impiego in diversi settori strategici, tra cui l'intelligenza artificiale, la corsa allo spazio, le applicazioni militari e la produzione energetica.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro US: view mantenuta **neutrale**. Il recente rafforzamento del biglietto verde si spiega in gran parte con i timori che si stia riproponendo una crisi della periferia dell'Eurozona. Non condividiamo questa visione. Anche il differenziale dei tassi d'interesse - che rappresenta il principale driver dei movimenti valutari - ha sostenuto quest'ultimo movimento. Tuttavia, un ulteriore apprezzamento appare poco probabile nel breve termine.

Euro: view mantenuta **neutrale**. I recenti timori relativi all'Europa appaiono esagerati e le turbolenze sulle curve europee sembrano essere per lo più il risultato dell'attivazione di alcuni stop-loss forzati.

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.