# 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

**US JOBLESS CLAIMS** (26.11)
Per ora, le richieste di disoccupazione rimarranno l'unico indicatore in tempo reale della solidità del mercato del lavoro.

**CPI GIAPPONE** (28.11)
Se i dati sull'IPC dovessero mostrare un nuovo aumento dell'inflazione, il rialzo dei tassi giapponesi a lungo termine potrebbe accelerare ulteriormente, soprattutto considerando il piano di stimolo fiscale di Takaichi.

**EU CPI** (02.12)
L'inflazione nell'Eurozona dovrebbe moderarsi ulteriormente, lasciando alla BCE ampio margine per tagliare i tassi se necessario.

**INDICATORI DI CONFIDENZA US** (03.12)
Gli indicatori di fiducia S&P Global e ISM aiuteranno a misurare la fiducia delle imprese in attesa della pubblicazione dei dati ufficiali del governo.

## NESSUN MOTIVO PER PREOCCUPARSI...PER ORA

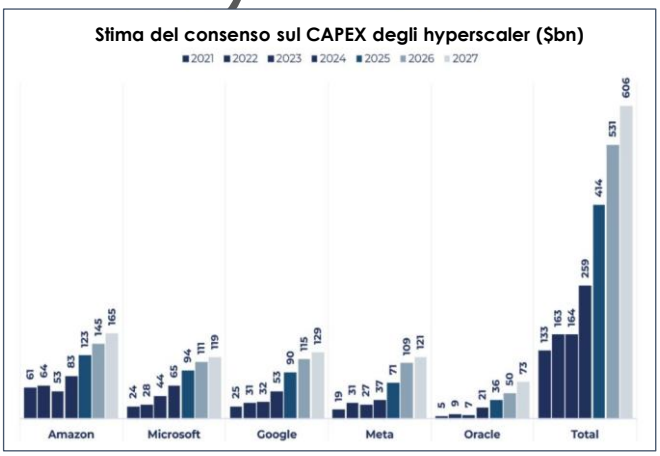
- **I mercati azionari hanno subito una correzione all'inizio di novembre, guidata da aziende legate all'intelligenza artificiale.**
- **Un ritracciamento era atteso da tempo, dato il forte rimbalzo dal minimo di aprile. Tuttavia, per la prima volta dall'ascesa dell'IA, il mercato si è concentrato non solo sul potenziale di crescita di queste aziende, ma anche su alcune vulnerabilità legate agli ingenti investimenti necessari per lo sviluppo dell'IA.**
- **Tuttavia, gli hyperscaler rimangono immuni da queste preoccupazioni e hanno ancora spazio per crescere, grazie a margini che dovrebbero restare straordinariamente elevati.**

Dopo sei mesi di mercato rialzista ininterrotto, a novembre il mercato ha registrato improvvisi episodi di volatilità, in particolare nelle società preferite dagli investitori retail, causando qualche sofferenza agli investitori. Nonostante un'altra solida stagione delle trimestrali, come discusso nel report precedente e confermato dai risultati di Nvidia della scorsa settimana, i titoli che hanno subito le correzioni più consistenti nelle ultime settimane sono, nella maggior parte dei casi, quelli legati all'intelligenza artificiale.

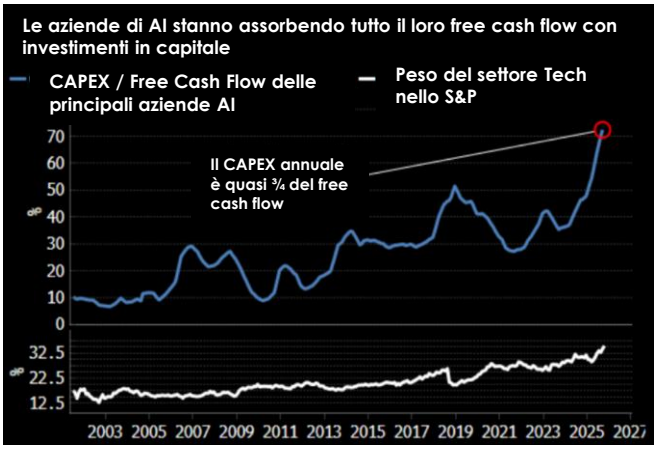
Da un lato, una correzione era attesa, considerando l'entità del rally dai minimi di aprile. Le valutazioni dei titoli legati all'AI erano diventate così elevate che persino risultati significativamente superiori alle attese si sono rivelati insufficienti a mantenerli in rialzo. Dall'altro lato, diversi fattori inattesi hanno contribuito al ribasso. Per la prima volta da quando l'intelligenza artificiale è diventata mainstream all'inizio del 2023, la narrativa che la circonda è cambiata. Innanzitutto, è stata messa in discussione la natura «circolare» di molti accordi nel settore, a causa dei timori che i numeri delle aziende potessero essere gonfiati artificialmente. In seguito, sono state riviste le ipotesi sulla futura redditività di questi enormi investimenti. Infine, sono aumentate le preoccupazioni che il finanziamento di spese così ingenti — in particolare tramite emissioni di debito — possa portare a un deterioramento della solidità creditizia.

Una forza indiscutibile degli hyperscaler, sempre usata come fattore distintivo rispetto alla bolla di internet del 2000, è che queste aziende sono sempre state estremamente redditizie e senza debiti. Anzi, hanno generato enormi flussi di cassa per finanziare la loro crescita e effettuare ingenti riacquisti, sostenendo ulteriormente la crescita degli EPS.

# (continua)

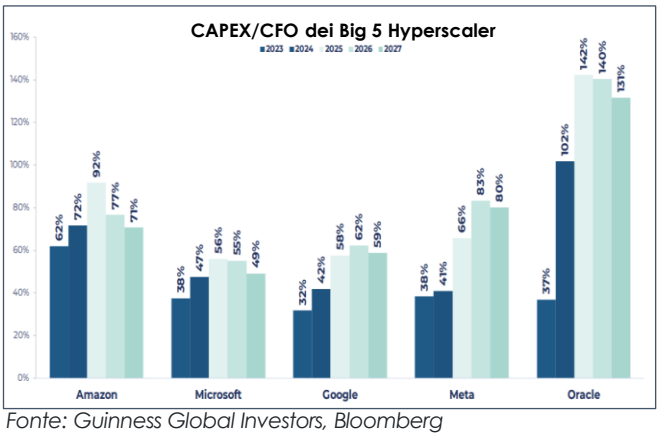



*Fonte: Guinness Global Investors, Bloomberg*

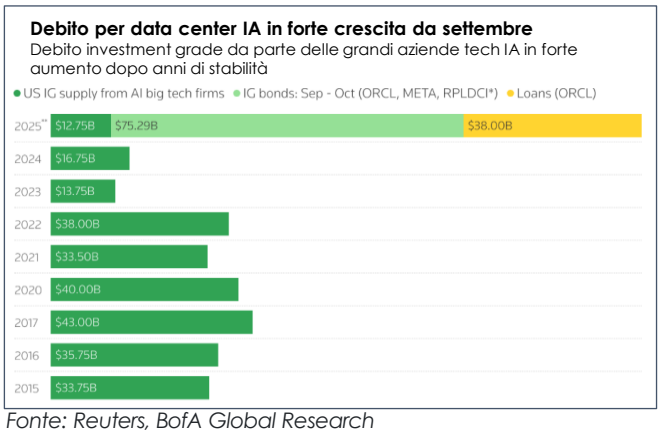



*Fonte: Bloomberg*

Col passare del tempo, le aziende si sono impegnate in un aumento esponenziale degli investimenti in capitale nel tentativo di posizionarsi come i vincitori finali nella corsa all'IA. Tuttavia, gli investimenti nell'IA stanno assorbendo una quota sempre maggiore del flusso di cassa libero generato. Sebbene questi livelli di capex rimangano sostenibili per gli hyperscaler, per molte altre aziende i requisiti di investimento sono così impegnativi che il cash flow non è più sufficiente, portando a una crescente dipendenza dal debito, soprattutto dallo scorso settembre.

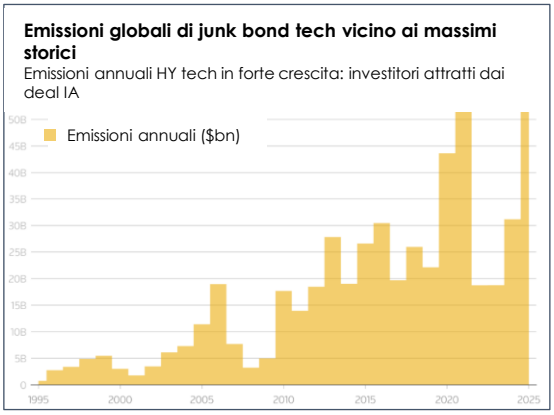



*Fonte: Guinness Global Investors, Bloomberg*

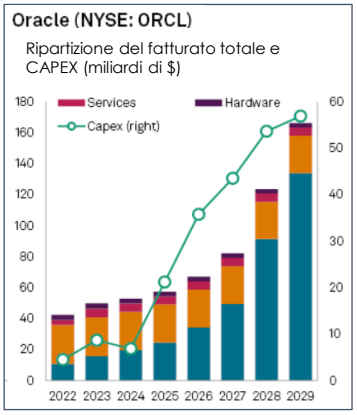



*Fonte: Reuters, BofA Global Research*

Sebbene i segnali di inquietudine per questa esplosione di emissioni di debito si siano finora manifestati principalmente tra le aziende con rating creditizi più bassi (junk), esiste un'eccezione significativa che probabilmente è stata alla base della recente correzione dei titoli legati all'IA: Oracle. A settembre, Oracle ha annunciato di aver «firmato quattro contratti da diversi miliardi di dollari con tre clienti differenti», portando a un aumento del 359% del backlog dei contratti RPO *[Remaining Performance Obligation — una misura delle vendite contrattualizzate non ancora riconosciute]* fino a 455 miliardi di dollari. Ciò richiederà una triplicazione del capex rispetto ai livelli del 2025, parte del quale dovrà essere finanziato tramite debito. Il prezzo delle azioni Oracle è salito fino al 40% sulla notizia, per poi tornare sotto i livelli del giorno dell'annuncio quando il suo CDS ha iniziato a impennarsi.



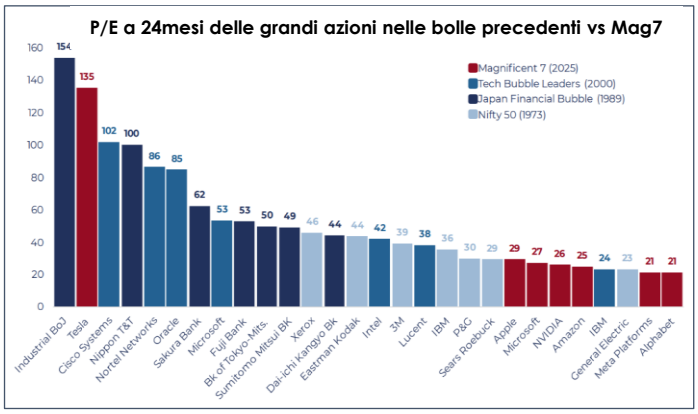

*Fonte: Reuters, Dealogic. Data as of October 30, 2025*




*Fonte: S&P Global*

*Fonte: Bloomberg*

# (continua)




*Fonte: Guinness Global Investors, Goldman Sachs*

*Fonte: Bloomberg*

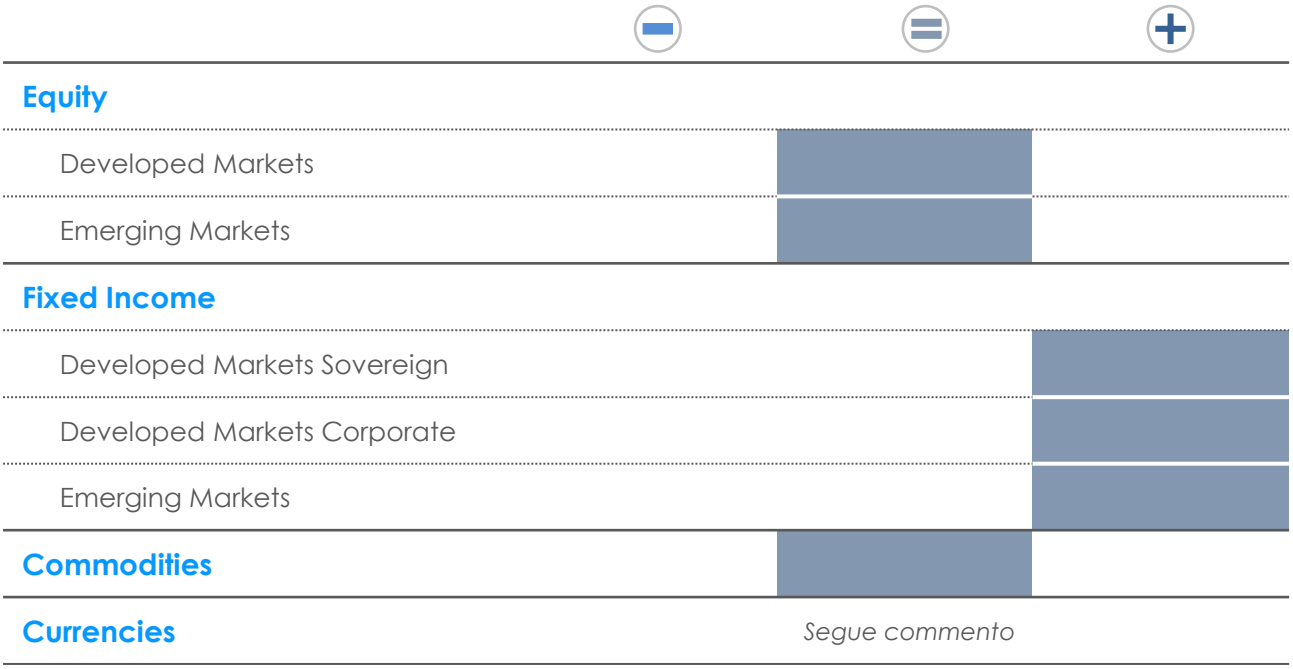
*Dovremmo quindi iniziare a preoccuparci?* La risposta è no, almeno per ora. Gli eventi recenti, tuttavia, potrebbero segnalare la fine della prima fase dello sviluppo dell'Intelligenza Artificiale, ovvero quella in cui l'onda dell'IA sollevava tutte le barche.

Finora, le aziende coinvolte nell'IA hanno beneficiato di multipli come se ognuna di esse potesse essere il vincitore finale, o uno dei pochi, nella corsa all'intelligenza artificiale, cosa che per definizione non può essere vera. In altre parole, sebbene sia del tutto plausibile che alcune di queste aziende si rivelino ottimi investimenti, nonostante gli attuali multipli elevati, qualora risultassero tra i pochi vincitori selezionati, è impossibile sostenere che tutte le aziende possano emergere collettivamente come vincitrici. Per molte, il futuro potrebbe risultare molto diverso dalle aspettative attuali.

D'ora in poi, potrebbe rivelarsi essenziale essere selettivi e valutare attentamente le prospettive di ogni singola azienda. I principali attori nel settore dell'IA potrebbero continuare a essere favoriti, data la loro posizione dominante, la loro diversificazione in diversi altri settori di business e la significativa generazione di liquidità. Inoltre, guardando al rapporto prezzo/utili su 24 mesi, le valutazioni attuali delle Mag7 (escludendo Tesla, che, tra l'altro, è l'unica azienda tra esse che ha poco a che fare con l'IA) sono a livelli accettabili e ben al di sotto dei livelli raggiunti da altre aziende nelle precedenti bolle speculative.

Tuttavia, quando si considerano altri indicatori come il rapporto prezzo/vendite, le valutazioni appaiono significativamente più elevate, suggerendo prudenza. Il legame tra il rapporto prezzo/utili e il rapporto prezzo/vendite è rappresentato dai margini di profitto, che al momento sono sostanzialmente superiori ai livelli normali per le società tecnologiche. Finché i principali attori continueranno a concentrarsi sulla costruzione dell'infrastruttura per l'IA e a mantenere un livello elevato di investimenti in capitale, non esiste un rischio significativo di una correzione prolungata. Tuttavia, quando i grandi player inizieranno a competere tra loro — cosa che prima o poi è da attendersi — i margini potrebbero tornare a livelli più normali, impattando negativamente il rapporto prezzo/utili. Tuttavia, in questa fase e considerando il sentiment rialzista degli investitori, ciò non sembra ancora costituire una preoccupazione rilevante.

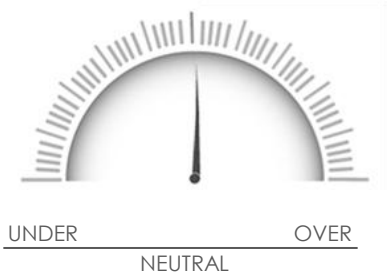
# Asset Allocation View




UNDER NEUTRAL OVER

# Equity

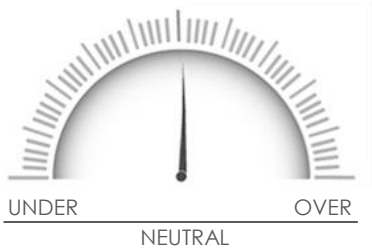
## Developed Markets




View mantenuta **neutrale**. Valutazioni elevate e la forza del rally post-aprile indicano ancora una potenziale volatilità, sebbene le tendenze stagionali offrano supporto. Le opinioni del comitato di investimento sono divise: un gruppo vede le condizioni attuali come un'opportunità per accumulare in vista di un possibile rialzo di fine anno, mentre un altro ritiene che la correzione in corso potrebbe proseguire a causa delle preoccupazioni sulle valutazioni. Sul medio termine, tuttavia, il parere del comitato di investimento è che il mercato azionario abbia il potenziale per raggiungere nuovi massimi. Manteniamo la nostra raccomandazione per una ampia diversificazione tra settori e aree geografiche.

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **US** | = | **Europe** | = | **Japan** | = |

## Emerging Markets

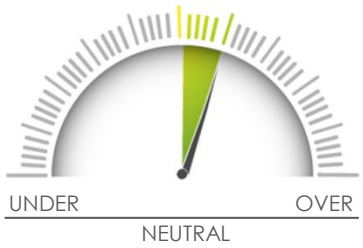



View mantenuta **neutrale**, con la Cina che rimane il principale motore delle prospettive. Gli indicatori macroeconomici confermano sempre più un marcato rallentamento dell'economia cinese e, senza un sostanziale intervento fiscale da parte del governo, una ripresa sostenuta appare improbabile. Ciò rafforza l'incertezza nel breve per i mercati emergenti, pur creando al contempo un potenziale rialzo qualora il supporto politico si concretizzasse. Nonostante questi rischi, le valutazioni dei mercati emergenti continuano a essere negoziate a un notevole sconto rispetto ai mercati sviluppati, offrendo opportunità selettive. Le considerazioni geopolitiche continuano a richiedere un attento monitoraggio.

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Asia ex-Japan** | + | **EEMEA** | − | **LATAM** | = |

# Fixed Income

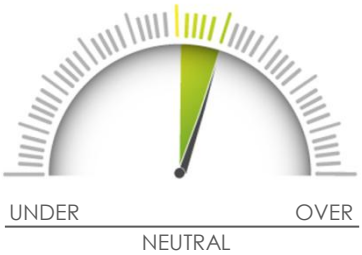
## Developed Markets Sovereign




View mantenuta a **leggero sovrapeso**. La volatilità dei tassi si è moderata e ci aspettiamo che l'attuale intervallo di negoziazione rimanga sostanzialmente invariato fino alla fine dell'anno. Continuiamo a preferire la porzione della curva fino ai 10 anni, dove i rischi sono più contenuti. Rimaniamo cauti sui titoli a più lunga scadenza, dove la volatilità è destinata a rimanere elevata a causa di due forze opposte: da un lato, la pressione al rialzo sui tassi ogniqualvolta emergono preoccupazioni per uno slittamento fiscale, e dall'altro, la pressione al ribasso qualora si materializzassero timori di rallentamento economico.

| | | | |
|---|---|---|---|
| **EU Core** = | **EU Periphery** = | **US Treasury** = | **Japanese JGB** = |

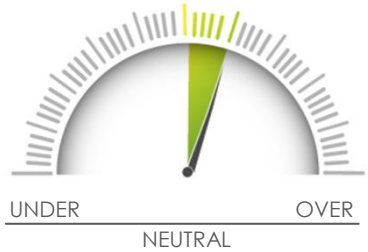
## Developed Markets Corporate




View mantenuta a **leggero sovrapeso**. La domanda di credito rimane solida e gli spread si sono ridotti a minimi storici. Sebbene il mercato del lavoro statunitense stia mostrando alcuni primi segnali di rallentamento, non è consigliabile rimanere sottovalutati sul credito data la continua resilienza delle economie statunitense ed europee. Continuiamo a raccomandare un focus su emittenti di alta qualità, evitando al contempo un'esposizione eccessiva a strumenti HY.

| | | | |
|---|---|---|---|
| **IG Europe** + | **IG US** + | **HY Europe** − | **HY US** − |

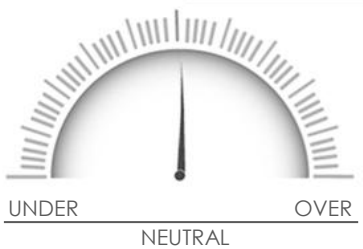
## Emerging Markets




View mantenuta a **leggero sovrapeso**. Il rapido restringimento degli spread nelle obbligazioni dei mercati sviluppati rende gli spread dei mercati emergenti relativamente più attraenti rispetto agli emittenti sviluppati con valutazioni simili. La debolezza del dollaro statunitense e la continua diversificazione dagli asset statunitensi da parte degli investitori internazionali possono ulteriormente sostenere i flussi di capitale nei mercati emergenti. La valutazione rimane convincente in gran parte dell'asset class e offre comunque una fonte di rendimento più elevata per gli investitori in cerca di reddito senza assumersi un eccessivo rischio creditizio.

| | | |
|---|---|---|
| **Local Currency** = | **Hard Currency IG** = | **Hard Currency HY** = |

# Commodities




View mantenuta **neutrale**. All'interno dell'asset class, l'evoluzione recente dei prezzi è stata caratterizzata da una volatilità insolitamente forte nelle ultime settimane dopo il grande aumento degli ultimi mesi. Preferiamo quindi aspettare che l'asset class si stabilizzi prima di riportare la nostra raccomandazione al sovrappeso, poiché le nostre prospettive a medio-lungo termine rimangono positive.

| | | | |
|---|---|---|---|
| **Precious** = | **Energy** = | **Industrial** = | **Agricultural** = |

# Currencies

**Dollaro USA:** View mantenuta **neutrale**, in attesa di agire dopo i chiarimenti sulla politica monetaria alla prossima riunione della FED. Riconosciamo la possibilità di una continuazione del rimbalzo a breve termine dell'USD, guidato da cambiamenti temporanei nel sentiment del mercato o da aggiustamenti delle aspettative sui tassi d'interesse.

**EURO:** View mantenuta **neutrale.**

**Renminbi Cinese:** View mantenuta **neutrale**, in attesa di maggiore chiarezza sull'esito delle negoziazioni commerciali in corso con gli Stati Uniti, nonché sull'eventuale annuncio di ulteriori stimoli.

**Valute Emergenti:** View mantenuta **neutrale** con una **tendenza rialzista.** La massiccia sovraperformance delle strategie di debito emergente da inizio anno ha guadagnato slancio tra gli investitori, nonostante le incertezze che ancora circondano le relazioni commerciali.

| | | | |
|---|---|---|---|
| **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.