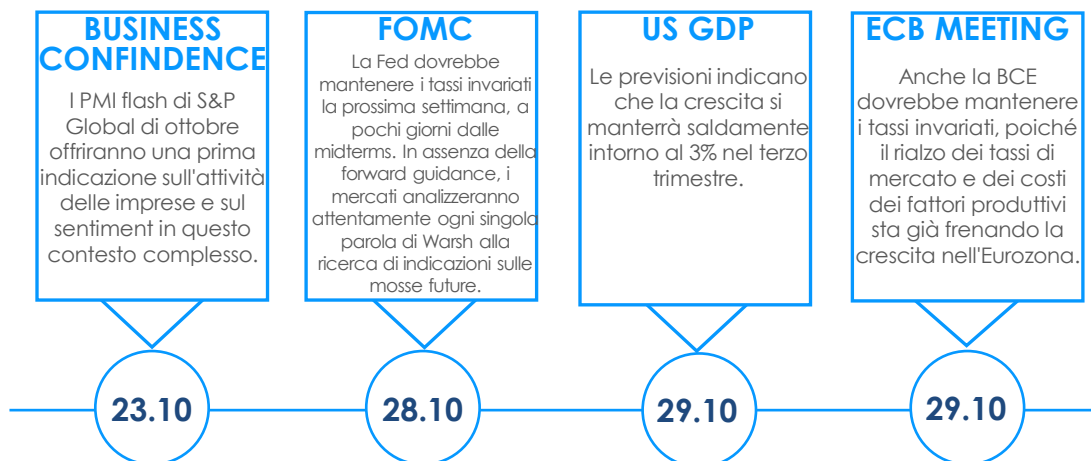


Eventi Principali

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



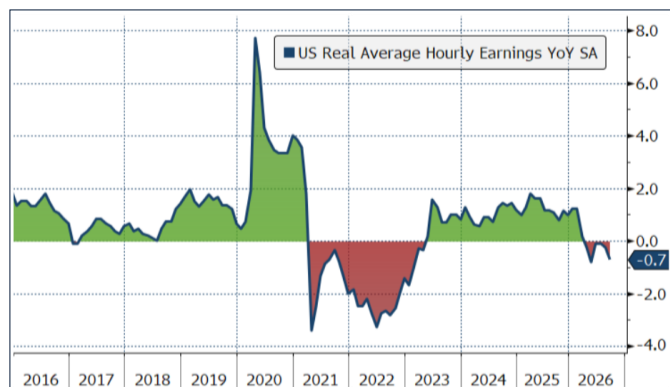
IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO SI PRENDE UNA PAUSA

- **Toni più morbidi da parte dei Governatori della Fed, unitamente a dati deboli sul reddito reale disponibile e sulle vendite al dettaglio, hanno arrestato il sell-off obbligazionario, riassorbendo gran parte dei picchi dei rendimenti registrati a fine trimestre.**
- **Il rally rimane vulnerabile alle pressioni inflazionistiche sottostanti, poiché gli indici dei prezzi al consumo e alla produzione sono saliti più delle attese.**
- **Tuttavia, gli investitori dovrebbero sfruttare la persistente volatilità per incrementare gradualmente l'esposizione alle obbligazioni, poiché tassi privi di rischio intorno al 5% offrono un carry interessante e potrebbero tornare a fungere da copertura per il portafoglio, sebbene gli spread creditizi contenuti impongano ancora cautela sul debito più rischioso.**

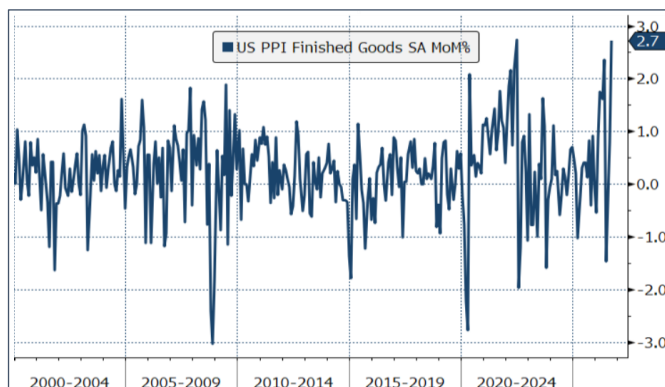
Nelle ultime due settimane, le pressioni di vendita sulle obbligazioni sono diminuite grazie a una combinazione di fattori, dalle dinamiche macroeconomiche al posizionamento di mercato.

In primo luogo, le dichiarazioni di alcuni Governatori della Fed - come Christopher Waller e Michelle Bowman - hanno contribuito a rassicurare gli investitori, affermando che gli aumenti dei tassi "non devono necessariamente avvenire in riunioni consecutive". Il rialzo dei tassi di mercato ha infatti già determinato un restringimento delle condizioni monetarie equivalente ad almeno un aumento dei tassi Fed, riducendo così la necessità di un intervento diretto della Fed stessa. John Williams, Presidente della potente Federal Reserve Bank di New York, si è spinto oltre affermando che "potrebbe essere appropriato un ulteriore rialzo dei tassi" quest'anno per garantire che l'inflazione ritorni verso l'obiettivo, indicando esplicitamente di non vedere attualmente giustificazioni per ulteriori rialzi dei tassi fino al 2027. Tale scenario è decisamente più favorevole per i mercati rispetto ai tre rialzi dei tassi attualmente ancora scontati dai futures sui Fed Funds.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Ma anche altri due indicatori macroeconomici hanno contribuito al recente calo dei tassi d'interesse, alimentando in entrambi i casi timori sulla tenuta del consumatore statunitense. Il primo riguarda i dati sui salari reali, scesi dello 0,7% su base annua, in quanto l'inflazione ha superato la crescita dei salari nominali, in particolare negli ultimi mesi. Il dato sui salari reali è stato pubblicato contemporaneamente al dato sul CPI, che ha evidenziato un balzo dell'inflazione dello 0,6% su base mensile a settembre (0,65% non arrotondato), portando il tasso annuo headline al 3,7%. La lettura ha superato le previsioni di Wall Street (3,6%) e ha segnato una visibile riaccelerazione rispetto al ritmo annuo del 3,4% registrato sia a luglio sia ad agosto.

Escludendo i settori volatili di alimentari ed energia, il CPI core è salito dello 0,3% su base mensile (0,33% non arrotondato), smentendo le attese di un rallentamento allo 0,2%, con l'inflazione core salita al 2,6% su base annua.

La reazione del mercato a questi due dati macroeconomici è stata piuttosto significativa: subito dopo la pubblicazione, l'attenzione si è concentrata sul dato dell'inflazione - oggettivamente peggiore delle attese - con il tasso a due anni statunitense salito dal 4,77% al 4,95% in pochi minuti. Ma dopo questa reazione emotiva iniziale, i tassi di mercato sono scesi con costanza per il resto della giornata, con il rendimento del biennale che ha chiuso al 4,80%, mentre gli investitori si sono concentrati maggiormente sui possibili impatti sulla crescita economica. Con l'erosione del potere d'acquisto, le famiglie tendono a ridurre le spese discrezionali, in particolare quelle prive di asset finanziari che faticano maggiormente ad arrivare a fine mese.

Questi timori si sono intensificati il giorno seguente con la pubblicazione dei dati sulle vendite al dettaglio: le vendite al dettaglio complessive sono balzate dello 0,8% su base mensile, superando ampiamente le previsioni di consenso dello 0,6%. Tuttavia, dietro questo dato impressionante si cela una realtà nettamente diversa. L'aumento delle vendite al dettaglio, calcolate in termini nominali, è stato guidato da un impennata mensile del 6,4% degli incassi presso i distributori di carburante, causata da un netto aumento del 9,1% dei prezzi alla pompa. Una volta escluse la benzina e gli acquisti di autoveicoli, la spesa al dettaglio è salita di un misero 0,2%. Il dato sul "control group" delle vendite - che esclude le categorie più volatili ed è maggiormente correlato con il calcolo del PIL - è avanzato di un solo 0,1%, deludendo le attese di Wall Street (+0,3%) e rappresentando un forte rallentamento rispetto all'aumento (+1,2% nominale, rivisto al ribasso) registrato ad agosto.

Le dichiarazioni dovish dei Governatori della Fed, combinate con la rapida successione di dati che suggeriscono una certa pressione sui consumatori, hanno innescato un calo dei tassi piuttosto significativo, alimentato dall'estremo posizionamento del mercato e da condizioni di ipervenduto. Infatti, nelle settimane e nei mesi precedenti, gli investitori - in particolare i CTA - avevano accumulato enormi posizioni corte scommettendo che i rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi occidentali avrebbero continuato a salire sotto la minaccia di un'inflazione persistente e di massicce emissioni obbligazionarie. Poiché i CTA erano al massimo dello scoperto sulle obbligazioni, qualsiasi calo significativo dei tassi avrebbe potuto innescare un'ondata autoalimentante di ricoperture. Di conseguenza, i tassi d'interesse - sia sulla parte breve sia su quella lunga della curva dei rendimenti - sono tornati a livelli simili a quelli prevalenti un mese fa, riassorbendo così quasi completamente il forte rialzo verificatosi verso la fine del trimestre.

(continua)

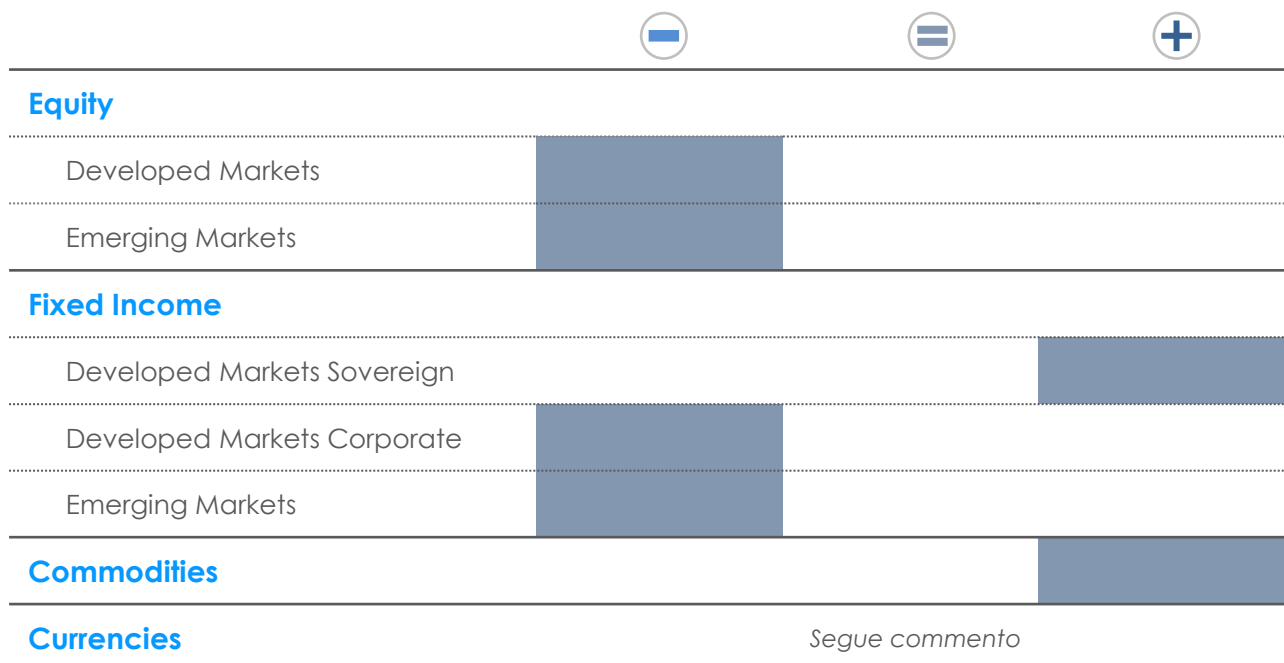
Sebbene molti degli estremi siano stati eliminati, non siamo necessariamente fuori pericolo. Le pressioni inflazionistiche continuano ad aumentare. Più dell'indice dei prezzi al consumo, sono i dati sui prezzi alla produzione a destare preoccupazione. L'indice della "domanda finale" - adottato negli ultimi anni come nuovo benchmark per i prezzi alla produzione - è salito dello 1,3% nel solo mese di settembre, portando il tasso annuo al +6,3%. Nella versione che esclude le componenti volatili di alimentari ed energia, gli aumenti sono stati rispettivamente del +0,7% e del +5,0%. Nella versione utilizzata come benchmark per decenni - il "PPI beni finiti", più volatile rispetto alla versione della "domanda finale" - l'aumento mensile è stato del +2,7%, eguagliando la lettura più alta registrata durante il picco inflazionistico del 2021-2022.

Poiché i prezzi alla produzione si trasferiscono gradualmente sui prezzi al consumo, il percorso verso un'inflazione più bassa potrebbe richiedere più tempo di quanto previsto dal mercato e dalle banche centrali, con una volatilità sul mercato obbligazionario destinata a persistere ancora per un po'. Raccomandiamo pertanto di continuare a sfruttare questa volatilità per incrementare gradualmente l'esposizione alle obbligazioni in portafoglio.

Infatti, agli attuali livelli di rendimento, le obbligazioni offrono un carry significativo. Inoltre, dato che le azioni devono offrire rendimenti superiori rispetto al tasso privo di rischio per compensare la loro maggiore volatilità (il cosiddetto equity risk premium), tassi privi di rischio intorno al 5% sono sempre più competitivi rispetto ai rendimenti attesi a lungo termine delle azioni. Infine, se l'appetito per il rischio dovesse deteriorarsi in modo significativo, i titoli di Stato potrebbero riprendere il loro ruolo di copertura del portafoglio da questi livelli, esattamente come hanno fatto durante la turbolenza di mercato iniziata all'inizio di ottobre.

All'interno del comparto obbligazionario, tuttavia, è ancora necessaria cautela nei segmenti più rischiosi del mercato del credito, dove gli spread, nonostante il recente allargamento, non compensano ancora adeguatamente i rischi.

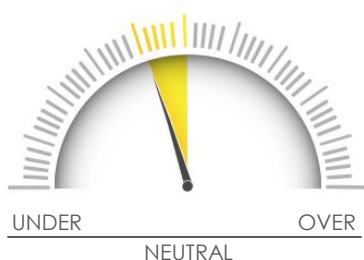
Asset Allocation View



⊖ UNDER = NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



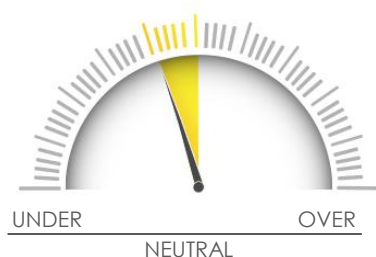
View mantenuta a **leggero sottopeso**. Le crepe che stanno emergendo nel mercato obbligazionario, il recente e brusco rialzo dei tassi d'interesse nominali e reali e le tensioni geopolitiche stanno creando un contesto più complesso per il comparto azionario. Pur riconoscendo che le rotazioni interne tra temi e settori continuano a sostenere gli indici azionari, raccomandiamo di mantenere un approccio più cauto. Per contro, il periodo più critico sotto il profilo della stagionalità sta lentamente giungendo al termine e la imminente stagione delle trimestrali si preannuncia nuovamente promettente. Pertanto, continuiamo a ritenere che qualsiasi correzione significativa debba essere considerata un'opportunità di acquisto, a condizione che la crescita economica e degli utili si mantenga solida.

US ⊕

Europe =

Japan =

Emerging Markets



View mantenuta a leggero sottopeso. Gli stessi fattori - sia positivi che negativi - menzionati in precedenza si applicano anche in questo contesto. Ulteriori motivi di cautela derivano dall'orientamento restrittivo di molte banche centrali e dal rafforzamento del dollaro statunitense, tutti elementi che tipicamente penalizzano i 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, in virtù dell'elevata ponderazione 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**. Il recente calo dei tassi d'interesse dovrebbe essere interpretato come un naturale ritracciamento dopo il netto rialzo delle settimane precedenti. La geopolitica, le pressioni inflazionistiche e gli orientamenti restrittivi delle banche centrali suggeriscono che i tassi potrebbero continuare a salire. Tuttavia, nell'ambito dell'asset allocation di portafoglio, in cui è necessario considerare il rendimento atteso delle diverse classi di attivo, il rialzo dei tassi non può essere ignorato ed è opportuno incrementare gradualmente l'esposizione. Ciò non solo per aumentare il carry di portafoglio, ma anche perché la duration potrebbe fungere da copertura in caso di tensioni sui mercati. Poniamo l'accento sul concetto di «gradualità nel tempo» proprio perché non si può escludere che la fase rialzista prosegua ancora per un po', soprattutto alla luce dei recenti dati su IPC e IPP negli Stati Uniti. Continuiamo a privilegiare i segmenti a breve e medio termine, caratterizzati da una minore volatilità.

EU Core



EU Periphery



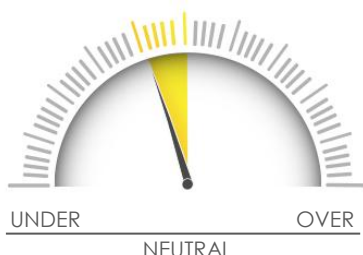
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta a **leggero sottopeso**. Sebbene gli spread sui titoli distressed si siano ampliati a partire da metà settembre, non sono ancora considerati attraenti né nel segmento investment grade né in quello high yield. 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 abbassata a **leggero sottopeso**. La persistente turbolenza sul mercato obbligazionario dei paesi sviluppati sta iniziando a gravare sull'appetito degli investitori anche nei confronti del debito dei mercati emergenti. Sebbene le obbligazioni dei mercati emergenti offrano ancora rendimenti superiori rispetto a quelle dei mercati sviluppati a parità di rating creditizio, preferiamo mantenere un approccio cauto anche in questo comparto.

Local Currency



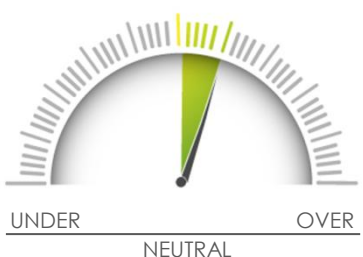
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Rimaniamo tatticamente cauti sui metalli preziosi, dato il rischio che i tassi globali possano ancora salire, ma la tesi rialzista di lungo termine rimane intatta. Siamo positivi sui metalli industriali e sulle terre rare, poiché le carenze di offerta sono destinate ad accentuarsi nei prossimi anni a causa della loro crescente adozione in diversi 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 biglietto verde è attualmente considerato valutato ai giusti livelli di prezzo, tenuto conto del differenziale dei tassi d'interesse.

Euro: view mantenuta **neutrale**. Le recenti preoccupazioni sull'Europa sembrano rientrare leggermente, il che suggerisce la possibilità di una fase di consolidamento nel prossimo futuro.

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.