

## 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



## Traiettoria chiara

- I principali eventi delle ultime due settimane hanno influenzato l'andamento del mercato, con un'attenzione particolare alla riunione della banca centrale statunitense
- La decisione della Fed di enfatizzare le condizioni finanziarie rispetto ad altri parametri ha innescato un rally del mercato ed allentato le condizioni finanziarie
- Le relazioni sugli utili per il terzo trimestre 2023 hanno mostrato risultati migliori del previsto, ma c'è più incertezza sulla crescita futura degli utili

Le due settimane appena trascorse sono state ricche di eventi che contribuiranno a determinare le **tendenze del mercato fino alla fine dell'anno**.

La più importante è stata la riunione della banca centrale statunitense. Nella riunione precedente, attraverso i «dots», la Fed aveva indicato che probabilmente ci sarebbe stato un altro rialzo dei tassi nel 2023 e che i tassi sarebbero rimasti a quel livello più a lungo, ma che ogni decisione si sarebbe basata sui dati in arrivo. L'accento era stato posto, come da diversi mesi, sull'occupazione, sull'inflazione e sulla forza dell'economia.

I tassi di mercato, già in aumento da un paio di mesi, hanno subito un'ulteriore accelerazione, anche alla luce dei solidi dati macro di ottobre, in particolare sui parametri maggiormente monitorati dalla Fed.

Il rialzo dei tassi, insieme al conseguente scivolone dei mercati azionari, ha determinato un inasprimento delle condizioni finanziarie, sebbene queste fossero ancora inferiori al livello dell'ottobre 2022. Sulla base di questa evidenza, diversi membri della Fed hanno previsto che **un ulteriore rialzo dei tassi potrebbe non essere più necessario**, in quanto l'inasprimento delle condizioni finanziarie sta avendo un effetto equivalente a quello di un altro rialzo.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

È stato proprio questo il messaggio trasmesso durante l'ultima riunione. Durante la conferenza stampa della Fed, l'attenzione non si è più concentrata sulle metriche che erano state le più rilevanti fino alla riunione precedente (e che avrebbero tutte richiesto un altro rialzo), ma quasi solo sulle condizioni finanziarie.

Ciò comporta due inconvenienti. Il primo è che la Fed sta inviando al mercato il messaggio che qualsiasi correzione (dei mercati obbligazionari e/o azionari), avendo come naturale conseguenza un inasprimento delle condizioni finanziarie, si tradurrà in una Fed più dovish. L'effetto collaterale della «Fed put»\* sembra essere stata nuovamente ripristinata. Il secondo è che il mercato ha reagito con un rally in tutte le asset class. Questa reazione era facilmente prevedibile, dato che per oltre un anno il mercato ha combattuto la Fed prevedendo sempre un imminente cambio di rotta da parte della banca centrale.

Nei tre giorni successivi alla riunione della Fed, **le condizioni finanziarie si sono notevolmente allentate**, ritracciando circa la metà del movimento compiuto da settembre. Allo stesso modo, i tassi a 10 anni sono scesi di circa 50 punti base, cancellando poco meno della metà del movimento al rialzo iniziato a metà luglio. La decisione di lasciare i tassi invariati è stata giustificata solo dall'inasprimento delle condizioni finanziarie (altrimenti sarebbe stato probabile un rialzo) e, di conseguenza, si è tornati di nuovo ad una condizione finanziaria molto più accomodante.

Ad incrementare ulteriormente il rally è stato l'indicatore dei non-farm payroll, che ha mostrato una crescita dei posti di lavoro inferiore alle attese, anche se comunque forte. Escludendo la distorsione causata dagli scioperi in corso nel settore automobilistico, il dato sarebbe stato molto più forte. Considerando però che dopo la riunione della Fed l'umore del mercato è diventato molto più incline ad interpretare tutto in modo favorevole, i dati sull'occupazione sono stati interpretati come deboli e quindi positivi per le azioni e le obbligazioni, che hanno prolungato il loro rally. Al rally ha contribuito anche una massiccia compressione delle posizioni corte, in particolare sui titoli del Tesoro, dove gli investitori avevano accumulato enormi posizioni corte negli ultimi mesi. Infine, l'annuncio del Dipartimento del Tesoro statunitense che l'emissione di obbligazioni a lunga scadenza per finanziare il crescente deficit di bilancio aumenterà leggermente meno del previsto ha contribuito a stimolare il rally dei titoli a lunga scadenza.

Al contrario, **le riunioni della BoJ e della BCE non hanno portato grandi cambiamenti**. La prima ha proseguito il processo di normalizzazione dei tassi, sempre a piccoli passi, annunciando che il tetto dell'1% sul decennale non è più da intendersi come un tetto rigido. Per quanto riguarda la BCE, non è stato annunciato nulla di nuovo, ma durante la conferenza stampa la Lagarde ha sottolineato il rischio di un rallentamento economico in Europa, cementando l'opinione che il ciclo di rialzo dei tassi sia ormai definitivamente concluso.

\*L'espressione «Fed put» indica una situazione che vede la Fed soccorrere i mercati attraverso il lancio di misure di politica monetaria accomodante.

## (continua)

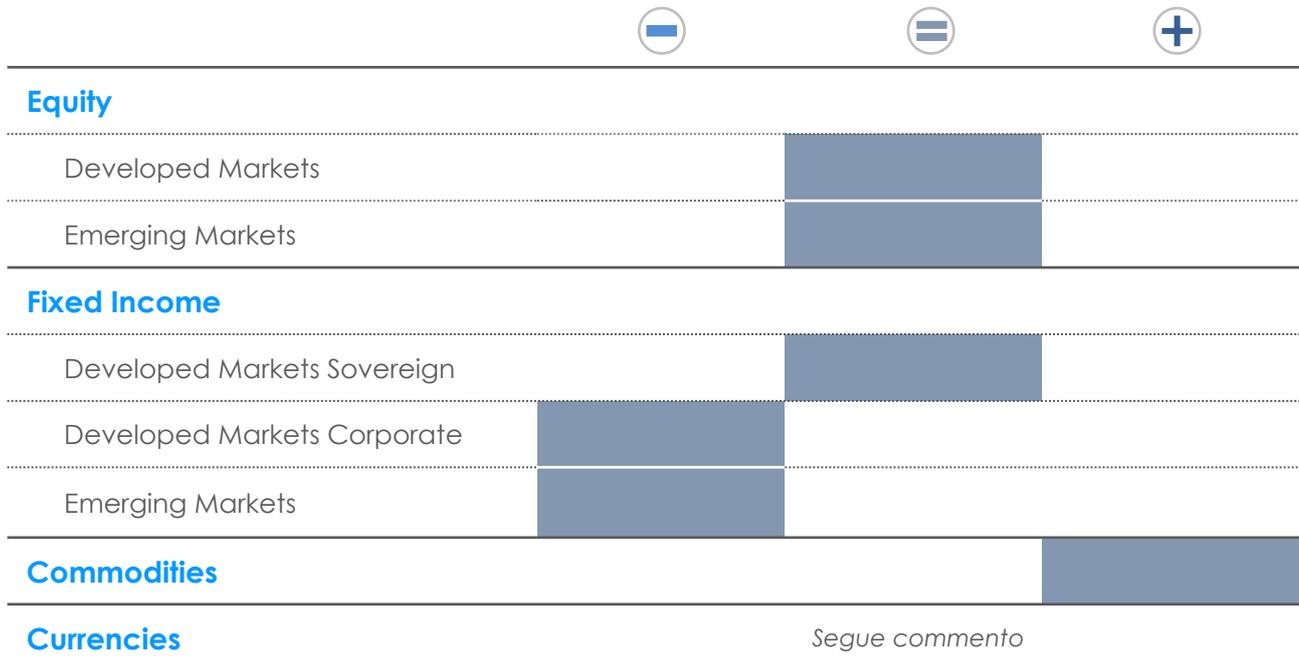
Infine, nelle ultime due settimane, molte delle mega-caps hanno comunicato gli utili del terzo trimestre. Come riportato da Factset, delle società dell'S&P 500 che hanno comunicato i risultati effettivi per il terzo trimestre 2023, "l'82% ha riportato EPS effettivi superiori alle stime, un dato superiore alla media quinquennale del 77% ed alla media decennale del 74%". Inoltre, "in aggregato, le società hanno riportato utili superiori alle stime del 7,1%, un dato inferiore alla media quinquennale dell'8,5%, ma superiore alla media decennale del 6,6%". La crescita degli utili per il terzo trimestre è del +3,7% rispetto all'anno scorso, il primo aumento su base annua in 12 mesi.

Tuttavia, Factset sottolinea anche come gli analisti stiano abbassando le aspettative di EPS per il prossimo trimestre del 3,9%, il doppio della revisione media (-1,7%) degli ultimi 20 anni. Infine, "in termini di ricavi, il 62% delle società dell'S&P 500 ha registrato ricavi effettivi superiori alle stime, un dato inferiore alla media quinquennale del 68% e alla media decennale del 64%".

Finora la stagione dei bilanci ha superato le aspettative in termini di utili, ma **la crescita futura potrebbe essere più moderata del previsto.**

Guardando al futuro, sembra essere un pò più roseo, ora che le maggiori incertezze sono state eliminate: le banche centrali non sembrano più disposte ad inasprire ulteriormente le politiche monetarie, la crescita economica rimane più resistente del previsto e la stagione dei bilanci ha confortato sul fatto che le aspettative di EPS potrebbero essere ancora a portata di mano. Salvo un'inattesa escalation delle tensioni geopolitiche, **il resto dell'anno potrebbe essere piuttosto tranquillo sui mercati finanziari.**

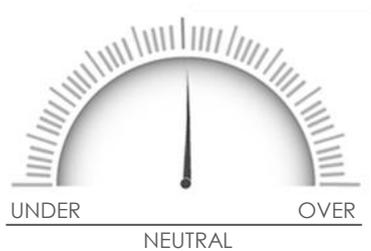
# Asset Allocation View



⊖ UNDER      ⊞ NEUTRAL      ⊕ OVER

## Equity

### Developed Markets



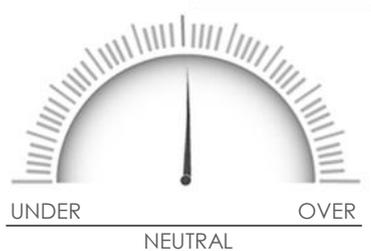
View portata a **neutrale**. Questo aggiustamento è dovuto a diversi fattori significativi: un calo sostanziale dei tassi d'interesse nominali e reali, la crescente probabilità che le banche centrali abbiano concluso il loro ciclo di rialzo dei tassi e una stagione dei bilanci migliore del previsto. Questi fattori hanno contribuito ad un sostanziale rimbalzo dell'azionario, forse amplificato da una notevole compressione delle posizioni corte. Tenendo conto della robusta crescita economica e della favorevole stagione dei bilanci, la commissione è propensa a privilegiare gli investimenti negli Stati Uniti e in Giappone. Tuttavia, si raccomanda una certa cautela per quanto riguarda l'Europa.

US ⊕

Europe ⊞

Japan ⊕

### Emerging Markets



View portata a **neutrale**. Il sostanziale calo dei tassi d'interesse nei Paesi occidentali è un fattore di grande sostegno, poiché i Paesi emergenti sono più sensibili ai tassi d'interesse rispetto ai Paesi sviluppati. Inoltre, se si conferma che anche la Fed ha concluso il suo ciclo di rialzi dei tassi, è possibile assistere ad un indebolimento del dollaro USA, anch'esso un fattore di sostegno per i Paesi emergenti.

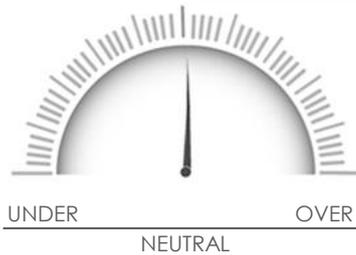
Asia ex-Japan ⊞

EEMEA ⊖

LATAM ⊕

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View portata a **neutrale**. Il forte calo dei tassi dall'inizio di novembre ha cancellato poco più di un terzo dell'aumento registrato dall'estate, in particolare sulla parte medio-lunga delle curve. Il comitato ritiene che la mossa sia stata probabilmente eccessiva, considerando che persistono i fattori di sostegno a un rialzo dei tassi (QT, deficit fiscali in crescita da finanziare, crescita che rimane solida per il momento). Continuiamo quindi a privilegiare il segmento medio-breve delle curve.

EU Core



EU Periphery



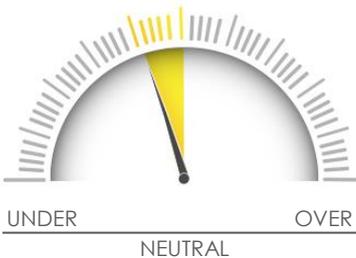
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Il comitato ritiene che gli spread delle obbligazioni investment grade e high yield continuino a essere considerati troppo stretti. Anche in termini relativi, sebbene le azioni abbiano subito una discreta correzione da agosto, gli spread delle obbligazioni societarie non si sono ampliati in modo significativo. Continuiamo a privilegiare le obbligazioni societarie investment grade e raccomandiamo di evitare le obbligazioni high yield.

IG Europe



IG US



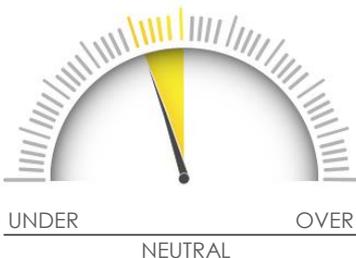
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Preferiamo mantenere un atteggiamento cauto in considerazione dei rischi geopolitici e del fatto che il sostanziale calo dei tassi di interesse da inizio novembre potrebbe essere almeno parzialmente ritracciato. Alla luce della possibilità che il dollaro si indebolisca se la Fed dovesse confermare la fine del ciclo di rialzo dei tassi, continuiamo a preferire il debito in valuta locale.

Local Currency



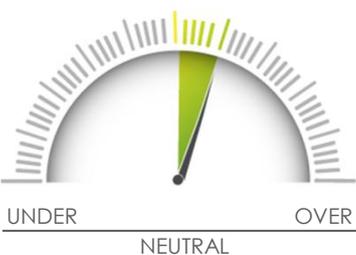
Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. I metalli preziosi potrebbero apprezzarsi ulteriormente nel breve termine non solo in caso di ulteriore indebolimento del dollaro USA, ma anche per la loro funzione di copertura del portafoglio in considerazione delle crescenti tensioni geopolitiche. Il petrolio e le materie prime energetiche dovrebbero trarre vantaggio per le stesse ragioni. Il comitato di investimento è invece più cauto sulle altre materie prime.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view mantenuta **neutrale**, ma ora con un **orientamento ribassista**. La possibilità sempre più probabile che il ciclo di rialzi della Fed sia terminato potrebbe essere il pretesto per una correzione fisiologica del dollaro USA.

**Euro:** allo stesso modo, ma in senso inverso, la view sull'euro è stata portata a **neutrale** con un **bias rialzista**. Sebbene la Lagarde abbia sottolineato il rallentamento in corso in Europa, non vi è stato alcun cambiamento nell'orientamento della politica monetaria e quindi in termini relativi l'euro si trova in una posizione più forte rispetto al passato.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **neutrale con un bias ribassista**. In assenza di adeguate misure di stimolo ed 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**. I tassi più bassi nei paesi occidentali rappresentano una boccata d'ossigeno per le valute emergenti, che sarebbero le prime beneficiarie di un eventuale indebolimento del dollaro. 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.