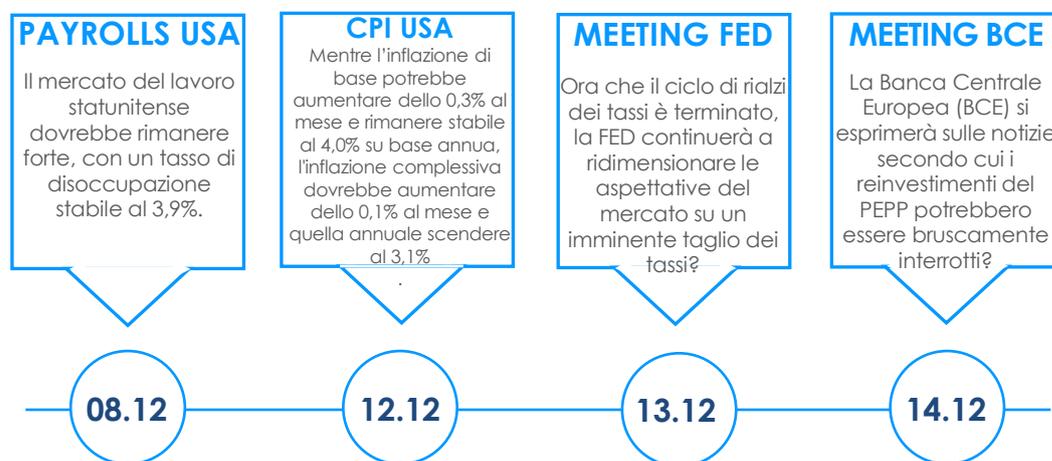


Eventi principali

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



Mercato obbligazionario sotto i riflettori

- I titoli obbligazionari hanno registrato un forte rimbalzo nelle ultime settimane grazie alle crescenti probabilità di un cambio di rotta da parte delle banche centrali e ai dati sull'inflazione inferiori alle attese
- Ciononostante, i rendimenti rimangono vicini ai livelli più alti degli ultimi decenni indicando che, rispetto agli anni precedenti, l'esposizione alle obbligazioni dovrebbe essere aumentata
- Dopo il cambio di rotta della banca centrale americana, è improbabile che le obbligazioni a breve e medio termine subiscano ulteriori correzioni, ma il percorso futuro dei tassi a lungo termine è più incerto

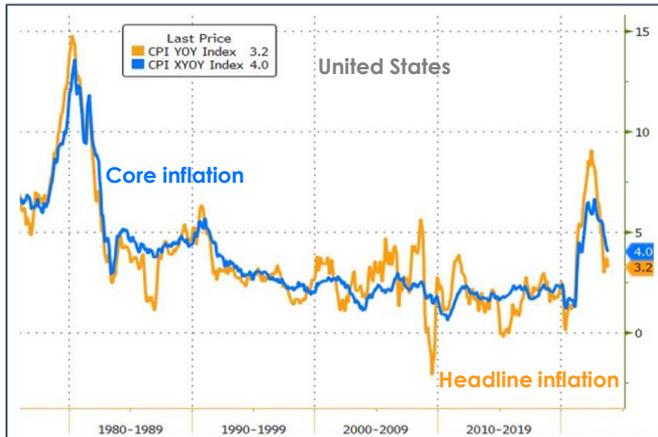
L'ultimo mese è stato straordinariamente positivo per i mercati obbligazionari. Il calo dei tassi privi di rischio, che hanno visto una diminuzione di 70 punti base nei tassi a 10 anni in tutti i Paesi occidentali, di 80 punti base dei tassi a 5 anni sulla curva statunitense e di 60 punti base sulle curve dell'UE e del Regno Unito, è stato il principale motore del rally.

Diversi fattori e circostanze hanno contribuito ad innescare questo rimbalzo. Il primo e più importante è stato il commento inaspettatamente dovish di Powell dopo l'ultimo FOMC, in cui ha sostenuto che **la Fed non ha più bisogno di aumentare i tassi**. Pertanto, la banca centrale americana si è concessa il lusso di rimanere ferma e di continuare a monitorare l'andamento dell'economia e dell'inflazione nei mesi a venire.

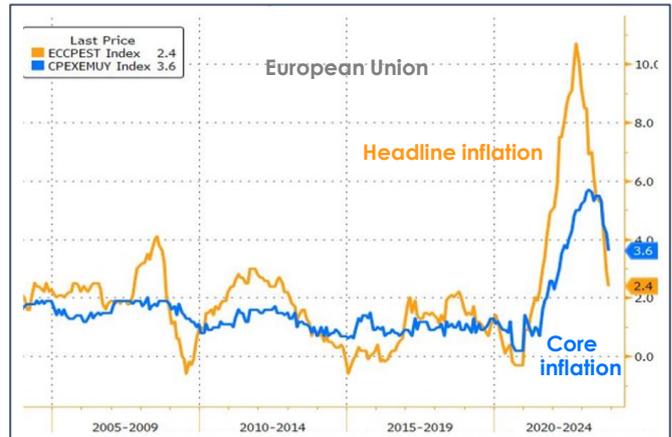
Il mercato, che da due anni è stato alle prese con la Fed, aspettandosi sempre un'imminente fine del ciclo di rialzo dei tassi seguita da una serie di tagli, ha interpretato le dichiarazioni di Powell come la **conferma definitiva che il cambio di rotta della Fed è finalmente arrivato**. La contemporanea presenza di consistenti posizioni corte sulle obbligazioni da parte degli hedge fund e i livelli particolarmente interessanti raggiunti dai tassi d'interesse - i più alti da oltre 15 anni - hanno fornito ulteriore carburante per il rally.

Le riunioni della BoJ e della BCE di qualche giorno prima si sono concluse con indicazioni simili. La mancata azione da parte della BoJ, contraria alle aspettative di passi più concreti verso la normalizzazione dei tassi, e la conferma da parte della BCE che non ci saranno più aumenti dei tassi in Europa, hanno rafforzato l'aspettativa che il cambio di rotta stia avvenendo su scala globale.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Il rally obbligazionario è proseguito durante il resto del mese, sostenuto dall'evidenza che l'inflazione continua a scendere in modo abbastanza lineare sia nella versione headline che in quella core in Europa e negli Stati Uniti, con i tassi ufficiali in entrambe le aree ora al di sopra dell'inflazione core.

La crescita contemporanea del mercato azionario ed obbligazionario a novembre ha portato a **condizioni finanziarie sempre più accomodanti**. Dato che Powell ha giustificato il mancato rialzo dei tassi di interesse sostenendo che il mercato aveva completato il lavoro della Fed a causa dell'inaspimento delle condizioni finanziarie, il mercato era preoccupato per il potenziale ritorno della Fed a un atteggiamento più hawkish. Tuttavia, il fatto che le condizioni finanziarie stessero diventando sempre più accomodanti - quasi al punto di massimo allentamento da oltre un anno - ha generato timori sul mercato, poi non concretizzato.

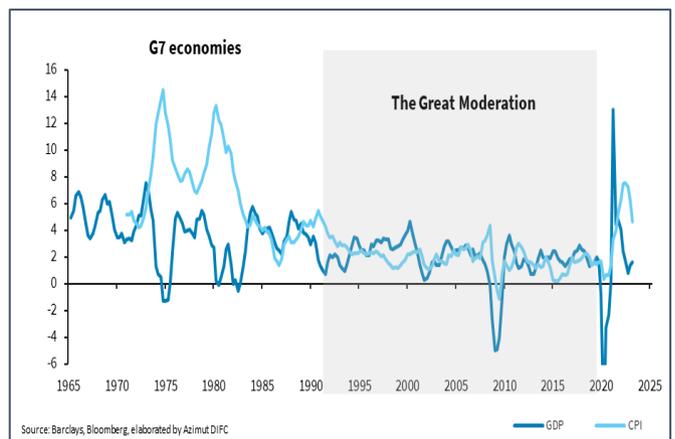
Diversi membri della Fed a novembre, e lo stesso Powell il 1° dicembre, hanno confermato di essere tranquilli con quanto stava accadendo sul mercato.

Alla luce di quanto detto, non sembrano esserci dubbi sul fatto che **le banche centrali non aumenteranno più i tassi**. Tuttavia, il mercato si è spinto ben oltre, ipotizzando tagli dei tassi già a marzo e cinque tagli per un totale di 125 punti base entro la fine del 2024. Ciò contraddice la continua affermazione delle banche centrali secondo cui la politica monetaria deve rimanere rigida per un periodo di tempo considerevole. Un taglio dei tassi così consistente sarebbe coerente con un rallentamento dell'economia che, se in altre parti del mondo si sta già verificando, negli Stati Uniti sembra ancora molto lontano.

A livello di posizionamento: **ha senso aumentare il peso delle obbligazioni e dei fondi obbligazionari** se il ciclo di rialzi può considerarsi concluso e se un calo dell'inflazione più rapido del previsto e/o un rallentamento economico potrebbero portare a un taglio dei tassi nel 2024. In questo modo, si riduce il rischio di reinvestimento (ossia il rischio che in futuro i tassi siano più bassi del livello attuale) assicurandosi per una porzione più ampia del portafoglio un rendimento che - sebbene leggermente inferiori a quelli raggiunti qualche settimana fa - sono ancora **ai livelli più alti degli ultimi 15 anni**.

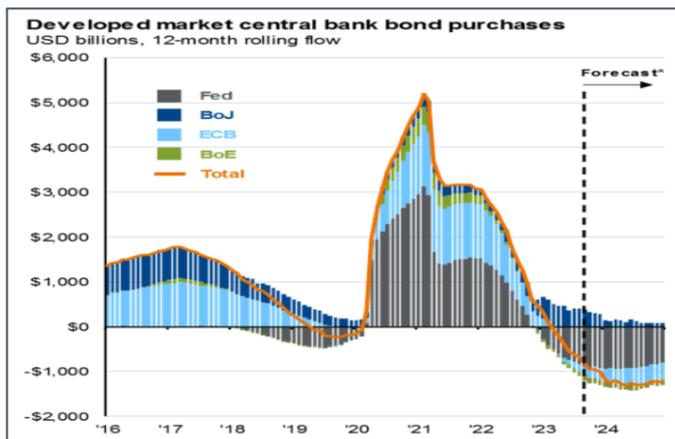


Fonte: Bloomberg

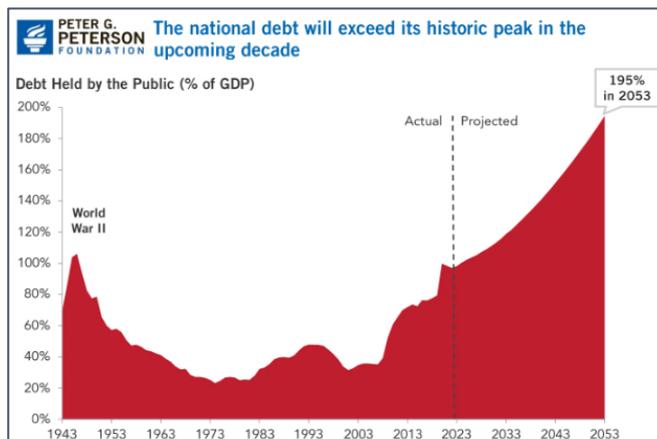


Fonte: Barclays, Bloomberg, Azimut DIFC

(continua)



Fonte: J.P. Morgan



Fonte: Peter G. Peterson Foundation, Congressional Budget Office

C'è maggiore incertezza riguardo alla probabile evoluzione delle curve di lungo o lunghissimo periodo se la traiettoria dei tassi nelle curve di breve e medio periodo appare relativamente delineata.

Da un lato, è possibile che il mondo torni a un periodo di crescita e inflazione moderata, simile a quello dei decenni precedenti (la cosiddetta "grande moderazione"), dopo gli shock imprevedibili degli ultimi anni (Covid-19, eccessivo stimolo fiscale e monetario, la più alta inflazione degli ultimi 40 anni, ecc.) Condizioni simili di crescita e inflazione attenuate potrebbero ripetersi a causa, rispettivamente, di livelli più elevati di debito e di tassazione che riducono il potenziale di crescita delle economie e dell'impatto deflazionistico della tecnologia e, in particolare, dell'intelligenza artificiale.

D'altro canto, altre due dinamiche potrebbero portare a un aumento dei tassi. Analogamente al modo in cui i QE hanno provocato un calo generale dei tassi e la scomparsa del premio a termine (ossia il rendimento più elevato tipicamente offerto dalle estremità lunghe delle curve rispetto a quelle corte), l'attuazione di QT significativi (circa 1,5 trilioni di dollari attesi per il 2024) dovrebbe avere l'effetto opposto, portando quindi a un aumento dei tassi, in particolare sulle estremità lunghe.

Inoltre, il governo deve continuare a finanziare un debito pubblico in costante aumento sia in rapporto al PIL che in termini assoluti. È possibile che, per assorbire le crescenti emissioni di debito pubblico (soprattutto ora che le banche centrali hanno interrotto i QE e stanno invece attuando i QT), il mercato richieda tassi più elevati.

È altrettanto possibile che gli investitori, soprattutto per le obbligazioni a lungo termine, chiedano un premio maggiore per compensare la minore solidità del debito pubblico. Prendendo come esempio gli Stati Uniti, il Congressional Budget Office prevede che il rapporto debito/PIL del Paese sarà quasi del 200% nel 2053, anno di scadenza dei titoli trentennali attualmente in circolazione.

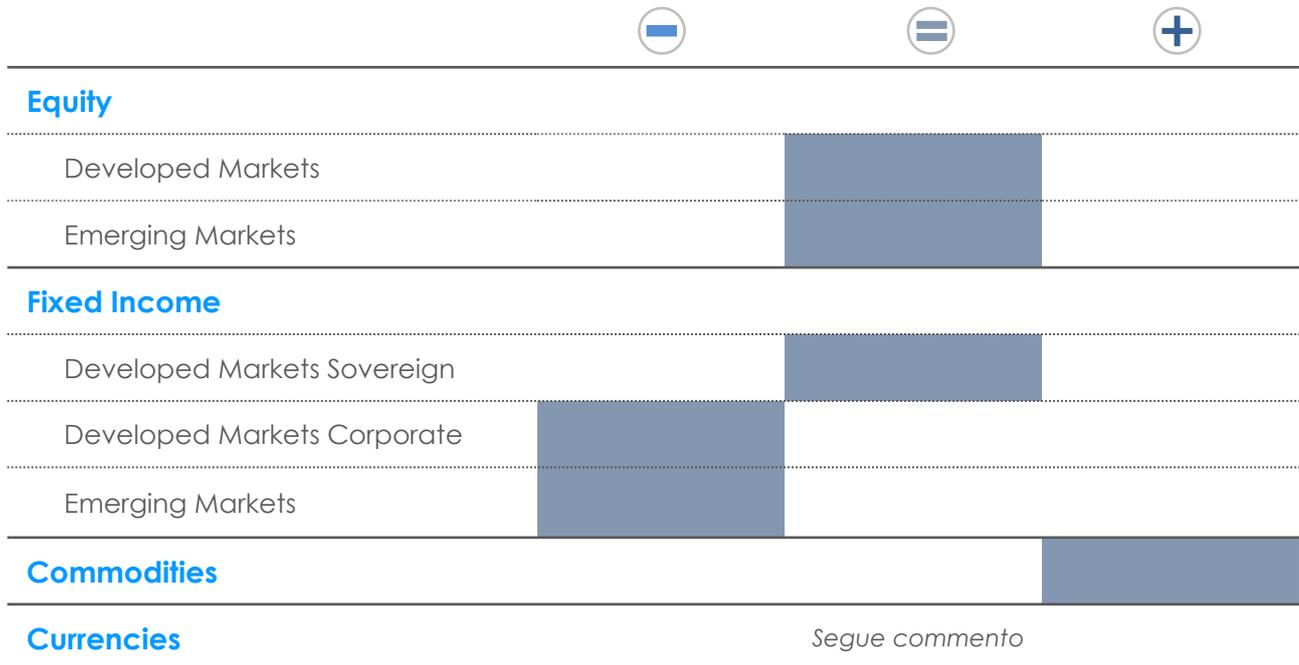
Tenendo conto di quanto detto sopra, **è possibile che i tassi si mantengano vicino ai livelli degli ultimi mesi**; più probabilmente, saranno leggermente più bassi sulle estremità corte e leggermente più alti sulle estremità lunghe delle curve (soprattutto a causa del QT).

Continuiamo a **privilegiare le società investment grade**, perché sono più in grado di far fronte all'aumento dei costi di finanziamento. Confermiamo la nostra **posizione cauta sugli high yield**, considerando che gli spread sono abbastanza stretti nonostante il continuo aumento dei tassi di default, che potrebbero peggiorare ulteriormente in caso di rallentamento.

Detto questo, le potenziali perdite derivanti da un allargamento degli spread o da un aumento dei tassi di default potrebbero essere sostanzialmente, se non del tutto, compensate dal rendimento fornito dagli high yield.

Continuiamo a ritenere che i migliori investimenti nel reddito fisso siano le **obbligazioni subordinate e ibride**, la cui stabilità degli emittenti è molto più solida e i cui rendimenti sono paragonabili a quelli delle obbligazioni ad alto rendimento.

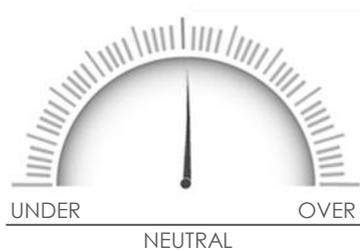
Asset Allocation View



⊖ UNDER ⊞ NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



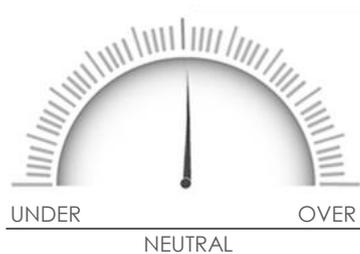
View mantenuta **neutrale**. Il continuo calo dei tassi di mercato, unito a una stagione dei bilanci generalmente positiva e a una stagionalità di mercato favorevole, potrebbe consentire al mercato di estendere l'attuale trend rialzista, nonostante le valutazioni poco interessanti e le tensioni geopolitiche in corso. Dopo i rendimenti eccezionali di novembre, potremmo assistere a qualche ripiegamento e a continui alti e bassi dei mercati azionari fino alla fine dell'anno.

US ⊕

Europe ⊞

Japan ⊕

Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Gli stessi fattori positivi menzionati per i Paesi sviluppati valgono anche per i Paesi emergenti, dove le valutazioni sono più basse. Un altro fattore di sostegno è il recente indebolimento del dollaro, che, se sostenuto, potrebbe essere un ulteriore motore di rimbalzo. D'altro canto, le tensioni geopolitiche pesano più sui Paesi emergenti che su quelli sviluppati. A causa del window dressing, la Cina potrebbe continuare a rimanere l'area più debole, mentre India, Brasile e Taiwan potrebbero ancora essere tra le aree più performanti.

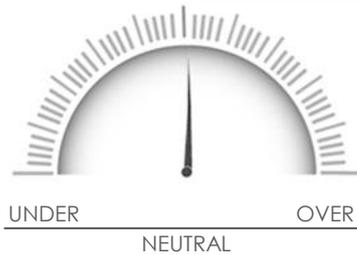
Asia ex-Japan ⊞

EEMEA ⊖

LATAM ⊕

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Il recente calo dei tassi ha riportato le curve a livelli un po' meno interessanti, soprattutto per quanto riguarda le scadenze medio-lunghe. Il fatto che l'inflazione core statunitense si sia attestata al 2,5% negli ultimi 6 mesi ha indotto gli analisti a ritenere che le banche centrali abbiano completato i loro rialzi dei tassi. Le aspettative sui futuri tagli da parte della FED sono ben prezzate, con tagli di 125 punti base nei prossimi 12 mesi. D'altro canto, la necessità di finanziare i crescenti disavanzi pubblici e il QT in corso potrebbero continuare ad esercitare pressioni al rialzo sui tassi d'interesse, soprattutto a lungo termine.

EU Core



EU Periphery



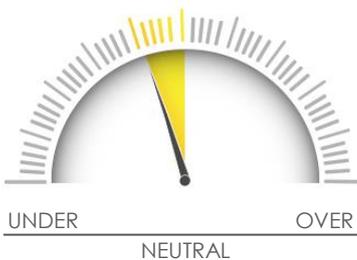
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Il comitato di investimento ritiene che gli spread delle obbligazioni investment grade e high yield siano ancora troppo stretti e abbiano raggiunto livelli davvero bassi, soprattutto nello spettro high yield. Inoltre, a causa del ritiro della liquidità causato dai QT e della necessità dei governi di finanziare i crescenti deficit fiscali, le società dovranno pagare spread più ampi per rifinanziare il proprio debito. Continuiamo a privilegiare le obbligazioni societarie investment grade e raccomandiamo di evitare quelle ad alto rendimento.

IG Europe



IG US



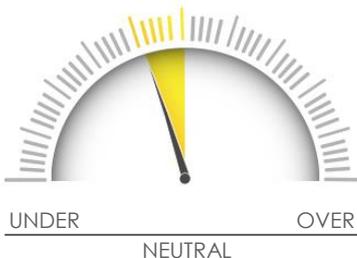
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Preferiamo mantenere un atteggiamento prudente in considerazione dei rischi geopolitici e degli altri fattori menzionati per le obbligazioni corporate dei mercati sviluppati. Data la possibilità che il dollaro si indebolisca se la Fed confermerà la fine del ciclo di rialzo dei tassi, continuiamo a privilegiare il debito in valuta locale. In caso di picchi di volatilità è probabilmente la prima asset class a subire un draw down.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. I metalli preziosi potrebbero salire ulteriormente nel breve termine, non solo se il dollaro USA continuerà a scendere, ma anche come copertura di portafoglio alla luce delle crescenti tensioni geopolitiche e degli afflussi nella classe di attivi. Il petrolio e le materie prime energetiche tornano neutrali a causa della cronica debolezza del petrolio. Il comitato di investimento è 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 un'estensione della correzione in corso del dollaro USA.

Euro: la view è rimasta **neutrale** con un **bias rialzista**, soprattutto a causa della possibilità di un indebolimento del dollaro statunitense e dello yen giapponese.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale con un bias ribassista**. In assenza di adeguate misure di stimolo e 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.