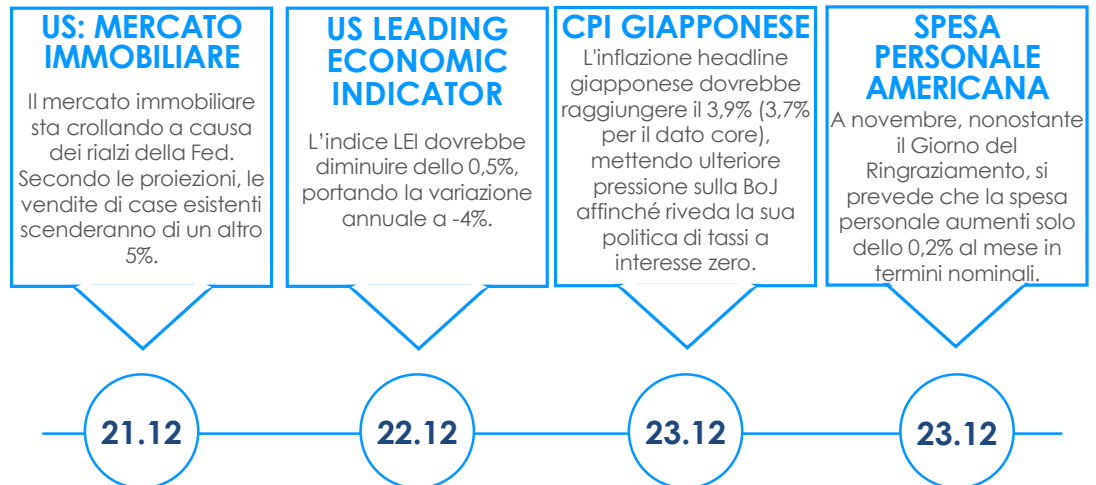


## Principali eventi

### Azimum 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

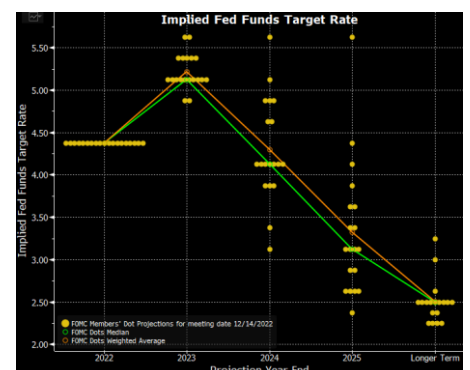


## Irremovibili

- **La Federal Reserve ha confermato la sua volontà di continuare ad aumentare i tassi e di mantenerli ad un livello restrittivo per tutto il tempo necessario.**
- **Per la prima volta, però, la posizione di Powell è sembrata meno aggressiva del solito durante la conferenza stampa. La Fed è preoccupata per il mercato immobiliare o per una recessione?**
- **Al contrario, la BCE ha sorpreso il mercato annunciando politiche monetarie molto più restrittive del previsto, provocando ampie correzioni sia nell'azionario che nell'obbligazionario.**

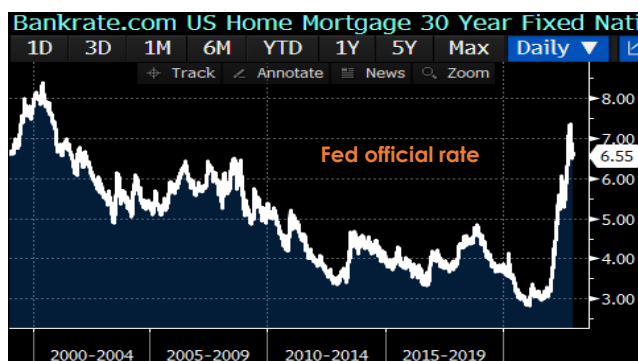
Con le riunioni della scorsa settimana, le banche centrali hanno concluso un anno che ha visto un **numero record di rialzi dei tassi in tutto il mondo**. Come riporta Bloomberg, «La Bank of America Corp. ha individuato circa 275 rialzi dei tassi quest'anno, praticamente uno ogni giorno di negoziazione, con appena 13 tagli» e «più di 50 banche centrali hanno eseguito aumenti di 75 punti base, alcune delle quali si sono unite alla Fed nel farlo ripetutamente».

Iniziamo analizzando la riunione della Federal Reserve. Prima della conferenza stampa di Powell, è stato pubblicato il nuovo Summary of Economic Projections. Sulla base di questo, il PIL previsto per il 2023 è stato rivisto al ribasso allo 0,5%, ovvero lo 0,7% in meno rispetto a settembre, un livello vicino alla stagnazione. La proiezione mediana per la disoccupazione indica che alla fine dell'anno prossimo dovrebbe raggiungere il 4,6%, quasi l'1% in più rispetto al livello attuale. Sebbene i membri della Fed continuino a ritenere che i rischi per l'inflazione siano ponderati al rialzo, si prevede che il PCE (Personal Consumption Expenditures Price Index) scenda al 3,1% nel 2023, al 2,5% nel 2024 e al 2,1% nel 2025. Nonostante si preveda un rallentamento dell'economia, un aumento della disoccupazione e un ritorno dell'inflazione verso il 3% in 12 mesi, la Fed ha alzato notevolmente i dots rispetto all'ultima proiezione di soli tre mesi fa. I dots mediani del FOMC prevedono che i Fed Funds saranno al 5,1% (in precedenza 4,625%), al 4,1% (in precedenza 3,875%) e al 3,1% (in precedenza 2,875%) rispettivamente alla fine del 2023, 2024 e 2025.

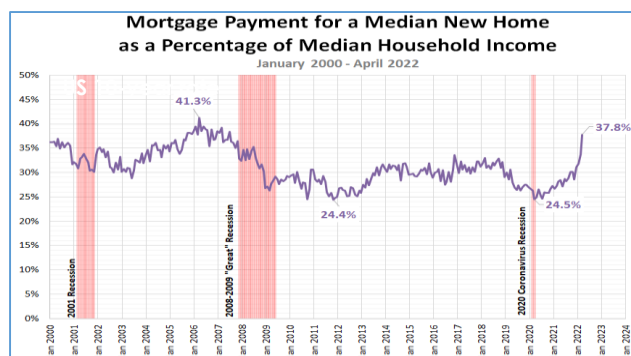


Fonte: Bloomberg

(continua)



Fonte: Bloomberg

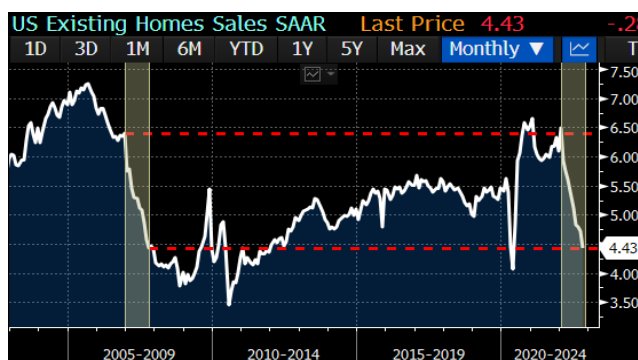


Sebbene i dots (il documento che analizza le traiettorie dei tassi d'interesse), le proiezioni e la dichiarazione siano decisamente aggressivi, nella teleconferenza Powell ha usato un tono leggermente più conciliante. Certo, ha ribadito la necessità di continuare ad alzare i tassi fino a quando non saranno in territorio restrittivo (al di sopra dell'inflazione di base) e che questo livello dovrà essere mantenuto per un po'. Ha anche però sottolineato più volte come l'inflazione negli ultimi due mesi stia scendendo, che questa discesa è ciò che il FOMC ha ripetutamente auspicato e che questo rende più fiduciosi di essere in grado di prevedere meglio l'evoluzione dell'economia. La conclusione è stata sempre quella di ribadire che entro la fine del 2023 l'inflazione si dovrebbe attestare intorno al 3%, quasi a voler rassicurare il mercato sul fatto che il prossimo anno si dovrebbe verificare un pivot.

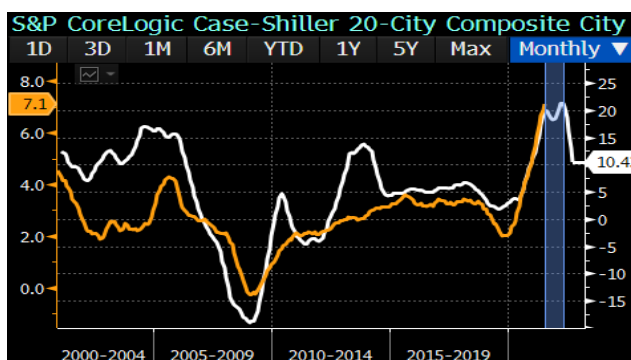
Per circa un anno, durante le conference call successive alle riunioni del FOMC, Powell ha sempre usato toni molto più aggressivi rispetto alle attese e agli stessi verbali del FOMC, cogliendo sempre di sorpresa il mercato. Cosa sta succedendo dietro le quinte, tanto che **per la prima volta Powell è sembrato più dovish** rispetto alle dichiarazioni del FOMC?

L'andamento del mercato immobiliare offre una prima spiegazione. A causa della politica restrittiva della Fed, i tassi sui mutui a 30 anni sono raddoppiati dalla fine del 2021. Questo ha portato il costo dei mutui in percentuale del reddito disponibile vicino al record del 2006. L'inaccessibilità delle case fu il punto di svolta che ha dato il via alla crisi immobiliare degli anni successivi: le vendite di case esistenti hanno iniziato a diminuire nel 2006 per poi crollare nel 2007, ma le ripercussioni sulla solvibilità delle banche e sui mercati azionari si sono fatte sentire pienamente solo nel 2008.

Come nel 2006-2008, dopo il picco raggiunto all'inizio del 2021, le vendite di case hanno iniziato a crollare un anno dopo. Sia l'entità del calo di quest'anno che l'arco di tempo in cui si è verificato (poco meno di un anno) sono pari a quelli del 2007. I prezzi delle case, dopo essere aumentati su base annua di oltre il 20% (più del precedente record del 2005), hanno iniziato a scendere in termini assoluti da giugno, anche se i prezzi hanno continuato a crescere del 10% su base annua. Nel grafico in basso a destra, la variazione annuale dei prezzi delle case (in bianco) è confrontata con la variazione degli affitti (i fitti figurativi, linea arancione, rappresenta circa 1/3 dell'inflazione di base). Gli affitti seguono la dinamica dei prezzi delle case, ma con un certo ritardo, quindi la variazione degli affitti è riportata con un ritardo di 16 mesi rispetto a quella dei prezzi delle case. Sulla base di questa correlazione, il picco degli affitti (e quindi probabilmente anche dell'inflazione di fondo) dovrebbe verificarsi non più tardi di nove mesi da oggi, consentendo alla Fed di iniziare ad agire in modo apertamente dovish nella seconda metà del 2023.

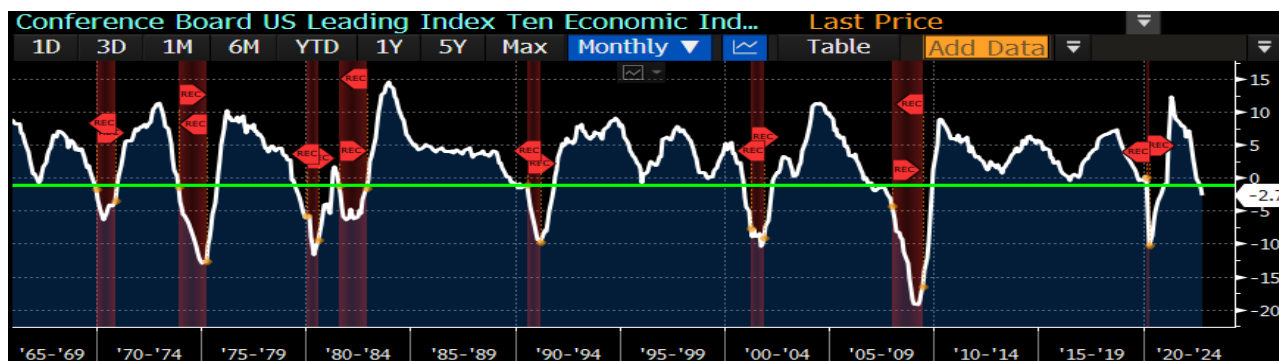


Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

(continua)



Fonte: Bloomberg

Una seconda spiegazione potrebbe essere rappresentata dai crescenti segnali di un'imminente recessione. Tuttavia, il mercato è concorde nel ritenere che la recessione si verificherà quasi certamente e nel caso si verificherà non prima nella seconda metà del 2023. Questo perché i dati sui consumi, sull'occupazione, sugli investimenti e sugli ordini continuano ad essere solidi. Tuttavia, ci sono due diversi indicatori che hanno sempre previsto una recessione. Uno è l'inversione delle curve dei rendimenti nel segmento a 2 anni rispetto a quello a 10 anni, piuttosto che in quello a 3 mesi e a 10 anni. Oggi entrambe sono ampiamente invertite.

Se l'inversione della curva viene spesso citata, c'è un altro indicatore che non ha mai sbagliato nel predire una recessione: la variazione su base annua dei 10 indicatori economici principali. Il semplice calo su base annua non è sufficiente: ci sono diversi casi in cui ciò è accaduto e non è stato seguito da una recessione. Ogni volta che la variazione su base annua è scesa sotto il -1%, è sempre iniziata una recessione con un ritardo compreso tra 1 e 12 mesi. L'indicatore è sceso sotto il -1% a settembre e nel dato che verrà pubblicato questa settimana potrebbe avvicinarsi al -4% (dall'attuale -2,7%).

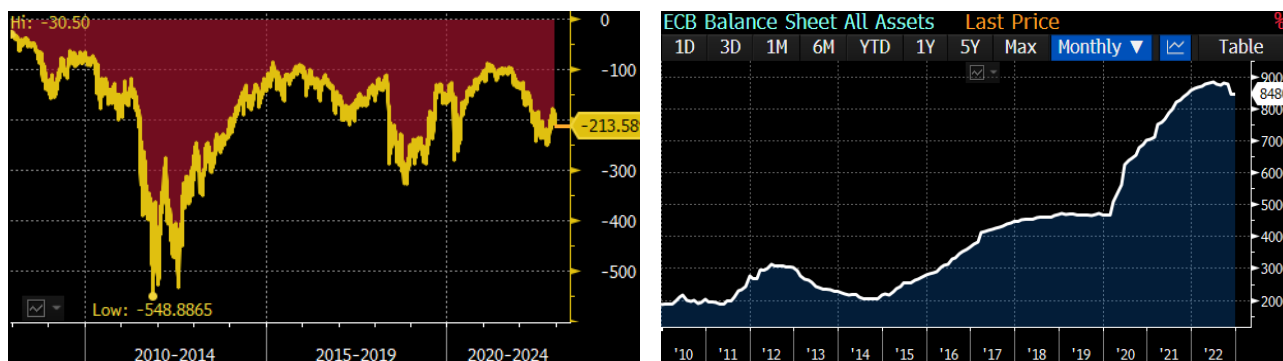
**Passiamo ora all'Europa**, dove possiamo affermare senza esitazione che **l'ultima conferenza stampa ha avuto di gran lunga i toni più aggressivi della storia della BCE**. Come di consueto, subito dopo la conferenza stampa sono uscite «voci» che forniscono ulteriori informazioni su ciò che è accaduto durante la riunione. A quanto pare, c'è stato uno scontro tra coloro che volevano un aumento di 75 punti base e coloro che volevano un aumento di 50 punti base. Probabilmente i primi comprendevano tutti i Paesi del Nord Europa, che da un lato sono i più inclini all'austerità monetaria e dall'altro soffrono anche dell'inflazione più alta (Lituania 22,9%, Lettonia 21,8%, Estonia 21,3%, Slovacchia 15,4%, Austria 10,6%, Germania 10,0%, Paesi Bassi 9,9% e Finlandia 9,1%), in quanto maggiormente dipendenti dal gas russo.

A quanto pare il compromesso è stato che in cambio di un rialzo di soli 50 punti base, nella conferenza stampa sarebbe stato chiarito che i tassi devono aumentare «significativamente ulteriormente» a un ritmo «costante», il che significa che seguirà una serie di rialzi di 50 punti base, che a sua volta implica che la BCE deve fare di più sui tassi di quanto il mercato si aspetti e che «non stiamo vacillando, non stiamo facendo perno». La Lagarde ha anche annunciato che il QT inizierà a marzo al ritmo di 15 miliardi di euro al mese, cogliendo il mercato di sorpresa in quanto l'annuncio non era previsto prima di marzo, con l'inizio dell'attuazione qualche settimana o mese dopo. L'atteggiamento aggressivo è giustificato anche dalle proiezioni macroeconomiche dello staff della BCE, che ora vede un forte aumento dell'inflazione al 6,3% alla fine del 2023 (dal precedente 5,5%), al 3,4% nel 2024 (dal 2,3%) e al 2,3% nel 2025. Ciò significa che, se il CPI ha bisogno di 3 anni per tornare all'obiettivo della BCE, le aspettative di inflazione rischiano di non rimanere più ancorate.

Per quanto riguarda l'economia, **la BCE prevede che il PIL crescerà solo dello 0,5% nel 2023**, circa la metà di quanto previsto in precedenza; Lagarde ha aggiunto che c'è il rischio che l'Europa entri in recessione già da questo trimestre. Tuttavia, per riportare l'inflazione sotto controllo, Lagarde ha affermato che è necessario rendere i tassi sufficientemente restrittivi per smorzare la domanda.

Questo atteggiamento inaspettatamente aggressivo ha costretto il mercato a riposizionarsi. I tassi di interesse sono aumentati su tutte le curve, anche se in modo più pronunciato sulla parte breve, e le obbligazioni periferiche hanno subito un violento allargamento degli spread (circa 30 punti base).

(continua)



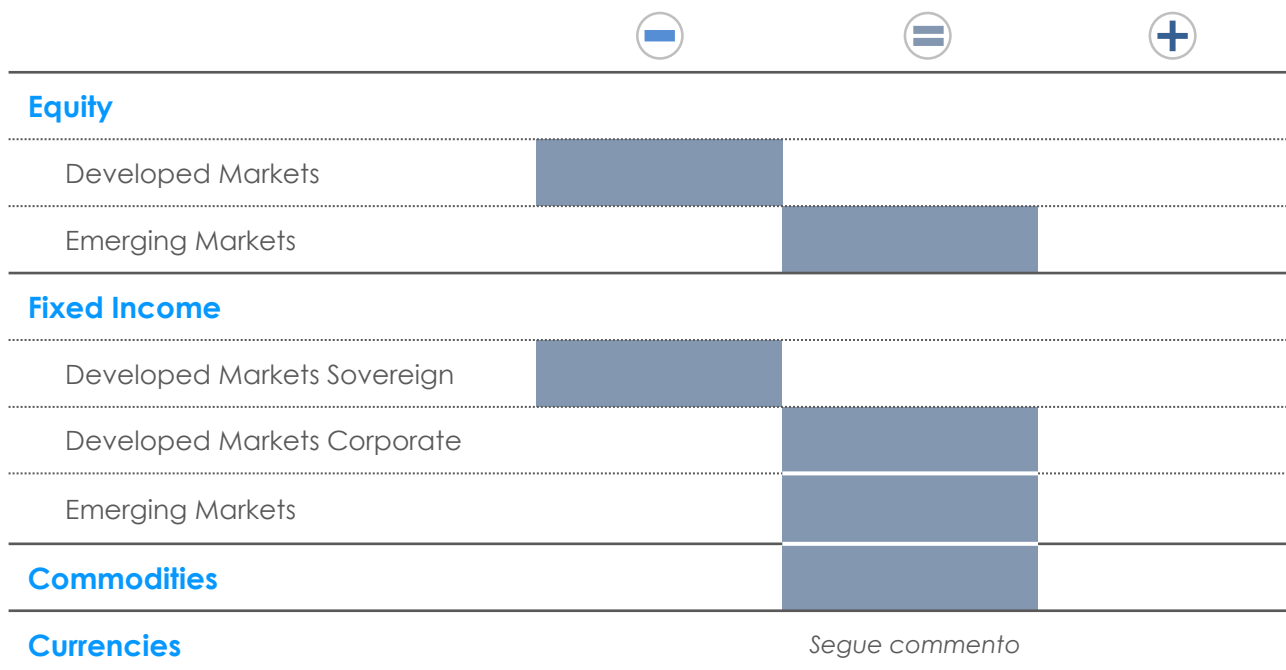
Fonte: Bloomberg

È molto probabile che l'allargamento continui, considerando che se la BCE volesse davvero ridurre il suo bilancio (che ora è pari al 65% del PIL europeo, quasi il doppio del 34% della Fed), la sua potenza di fuoco sarebbe molto grande.

Anche il mercato azionario europeo rischia di subire una correzione. Oltre a venire da un'importante sovraperformance rispetto al resto del mondo, deve fare i conti con una banca centrale molto determinata ad aumentare i tassi e l'Europa rischia di trovarsi di fronte a una recessione imminente. Solo l'euro sembra destinato a beneficiare di questo cambiamento di politica.

Il 2022 delle banche centrali si chiude quindi senza dare agli investitori molti motivi per sperare in un atteggiamento meno restrittivo, almeno nel brevissimo termine.

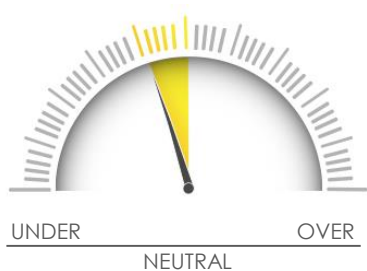
# Asset Allocation View



⊖ UNDER      ⊞ NEUTRAL      ⊕ OVER

## Equity

### Developed Markets



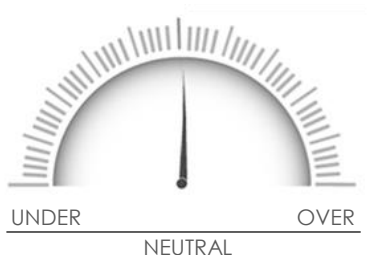
View mantenuta in **leggero sottopeso**. Come già detto nel prologo, l'aspettativa di un pivot, che era alla base del rally del mercato azionario, continua a essere smentita, almeno per il momento. Inoltre, le banche centrali hanno rivisto al ribasso le aspettative di crescita, notando il crescente rischio di recessione. Continuiamo quindi a consigliare una posizione prudente sulle azioni, in particolare su quelle europee, che potrebbero cedere parte della recente sovraperformance a causa dell'atteggiamento sorprendentemente aggressivo della BCE.

US ⊞

Europe ⊖

Japan ⊞

### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Nonostante il sostanziale rimbalzo registrato dai Paesi emergenti nell'ultimo mese, la crescente evidenza che la Cina stia effettivamente abbandonando le sue politiche di zero-Covid e attuando misure di sostegno al settore immobiliare potrebbe consentire ai mercati emergenti di continuare a sovraperformare.

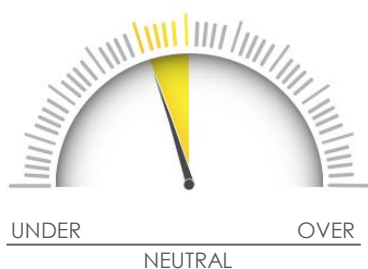
Asia ex-Japan ⊞

EEMEA ⊖

LATAM ⊞

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **leggero sottopeso** dopo il declassamento di due notch dell'ultimo report. Sia la Fed che la BCE hanno confermato che i tassi devono ancora salire in modo sostanziale dai livelli attuali, per poi rimanervi per un periodo di tempo prolungato. Dato il rally dei prezzi (calo dei tassi) degli ultimi due mesi, il rischio di ribasso per le obbligazioni è ancora una volta rilevante. Restiamo particolarmente negativi sulle obbligazioni europee, considerando che la BCE ha chiaramente colto il mercato di sorpresa con un atteggiamento molto aggressivo e il divario ancora ampio tra inflazione e tassi di riferimento.

EU Core



EU Periphery



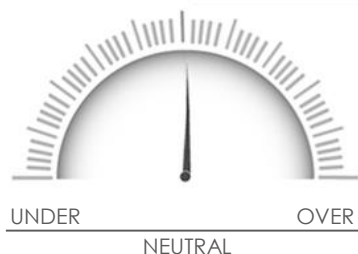
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View ridotta a **neutrale**. Il declassamento è dovuto alla significativa compressione degli spread avvenuta negli ultimi due mesi, al calo dei tassi risk-free e all'affermazione dell'orientamento aggressivo delle banche centrali. Per quanto riguarda le obbligazioni corporate, continuiamo a privilegiare le obbligazioni investment grade rispetto alle high yield, poiché gli spread di queste ultime sono percepiti come troppo bassi.

IG Europe



IG US



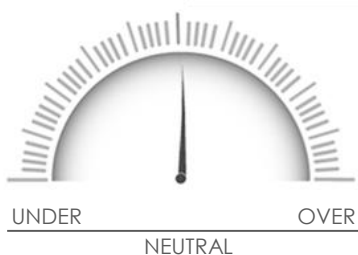
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Se da un lato le obbligazioni dei mercati emergenti potrebbero beneficiare di una svolta dovish da parte delle banche centrali (che per il momento continua a mancare), dall'altro sarebbero esposte al rischio di ribasso in caso di rallentamento o recessione globale. All'interno dell'asset class, le obbligazioni in valuta locale continuano a essere preferite.

Local Currency



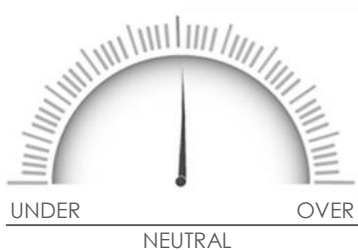
Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View portata a **neutrale**. Le materie prime energetiche e industriali dovrebbero beneficiare dell'allentamento sempre più tangibile delle restrizioni legate al Covid in Cina e delle misure di sostegno all'economia cinese. I metalli preziosi potrebbero beneficiare di un ulteriore indebolimento del dollaro e possono fungere da copertura del portafoglio in caso di problemi imprevisti.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view riportata a **neutrale** con un orientamento ribassista. Sebbene la Federal Reserve abbia confermato il suo orientamento aggressivo, si prevede che sarà la prima banca centrale a rallentare il ritmo dei rialzi dei tassi nel 2023, il che potrebbe portare a un'ulteriore debolezza del biglietto verde.

**Euro:** view portata a **neutrale** con un bias rialzista. L'atteggiamento particolarmente aggressivo della BCE in materia di rialzo dei tassi e di QT potrebbe consentire all'euro di recuperare ulteriore terreno nei confronti del dollaro e delle altre principali valute.

**Renminbi cinese:** view portata a **neutrale** con un bias rialzista. L'allentamento delle misure di Covid, l'approvazione di misure a sostegno del settore immobiliare e gli afflussi di investitori stranieri che si riposizionano sulla Cina manterranno probabilmente forte il Renminbi.

**Valute emergenti:** view mantenuta **neutrale** tenendo conto sia del rischio di un potenziale rallentamento globale sia della potenziale debolezza del dollaro USA.

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.