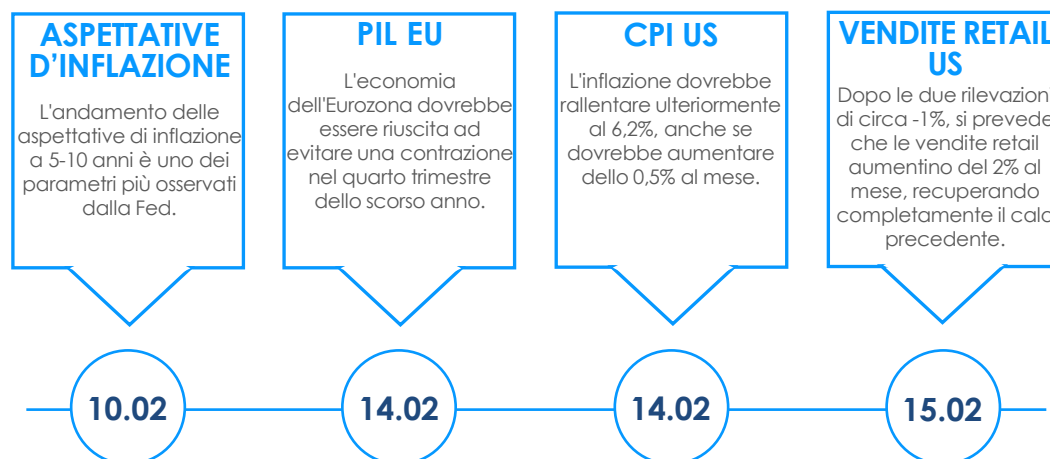


Principali eventi

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



Messaggi contrastanti

- **Le ultime dichiarazioni della Banca Centrale non sono sempre state coerenti con quanto detto in precedenza, causando reazioni confuse su tassi e mercati azionari;**
- **Powell ha minimizzato la rilevanza dell'attuale allentamento delle condizioni finanziarie, suggerendo che la Fed non è contraria alla recente ripresa dei mercati finanziari;**
- **Lagarde ha segnalato che la BCE non si è vincolata in modo irreversibile ad attuare una serie di rialzi di 50 punti base e che i rischi per l'inflazione appaiono più bilanciati.**

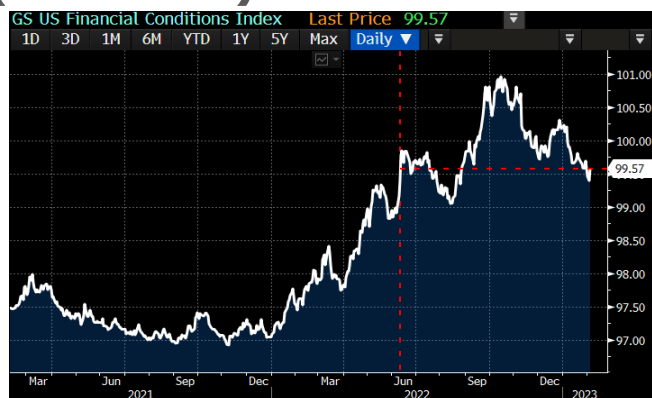
Le riunioni delle Banche Centrali tenutesi la scorsa settimana avrebbero dovuto portare chiarezza sull'orientamento della politica monetaria e sul percorso dei tassi di interesse.

Purtroppo è accaduto il contrario e di conseguenza i mercati hanno reagito in modo disordinato ai messaggi contrastanti trasmessi dai banchieri centrali. Probabilmente, il commento più efficace è stato quello di Jeffrey Rosenberg di BlackRock (riferito alla Fed ma applicabile anche alla BCE): «C'è un vero e proprio scollamento tra ciò che lui [Powell] ha detto, la sua dichiarazione, ciò che forse voleva dire, e ciò che i mercati hanno sentito».

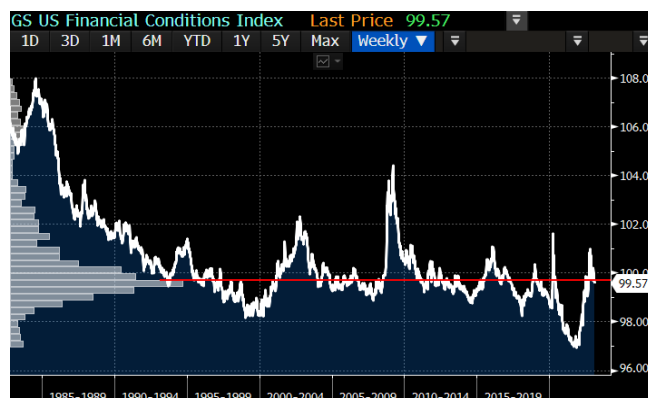
Il tono del comunicato stampa è stato alquanto aggressivo, con la dichiarazione che «continui aumenti del range d'intervallo saranno opportuni», il che implica che le speculazioni su un ulteriore aumento di 25 punti base a marzo erano infondate. Il comunicato afferma inoltre che «l'inflazione si è leggermente attenuata, ma rimane elevata», come se il recente calo dell'inflazione non fosse considerato sufficiente.

All'inizio della conferenza stampa, il tono è stato coerente con le dichiarazioni: «avremo bisogno di ulteriori prove per essere fiduciosi che l'inflazione sia su un percorso di discesa duraturo» e «sebbene l'inflazione si sia recentemente attenuata, rimane troppo alta».

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Il tono - e soprattutto la reazione del mercato - è cambiato radicalmente da quando due giornalisti hanno chiesto a Powell se fosse preoccupato che la recente impennata dei mercati finanziari e il conseguente allentamento delle condizioni finanziarie minacciassero di compromettere lo sforzo messo in campo per l'attuazione del «tightening» da parte della Fed.

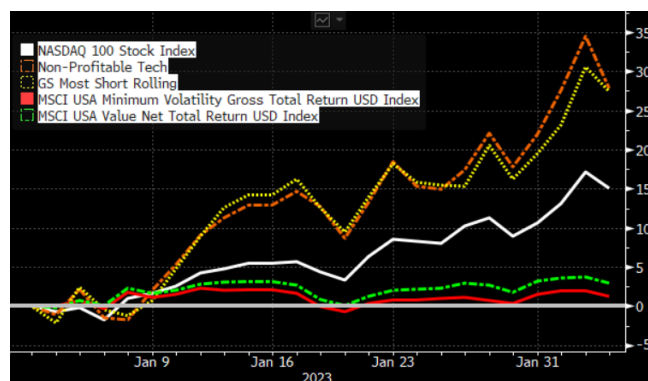
Powell ha risposto dicendo che «le condizioni finanziarie si sono inasprite in modo molto significativo nell'ultimo anno», ma soprattutto che «le condizioni finanziarie non sono cambiate molto dalla riunione di dicembre ad oggi. Sono andate per lo più di lato o su e giù, ma sono arrivate più o meno allo stesso punto». Il mercato ha interpretato quest'ultima affermazione come se la Fed non avesse problemi se il mercato azionario continuasse a salire e i tassi risk-free continuassero a scendere con la stessa intensità con cui sono scesi dall'inizio dell'anno. Di conseguenza, il rally delle varie asset class ha subito un'ulteriore accelerazione.

Inoltre, sebbene a un certo punto Powell abbia dichiarato che «non vedo tagli dei tassi quest'anno», ha anche aggiunto che se «l'inflazione dovesse scendere molto più velocemente di quanto ci aspettiamo, cosa possibile [...] ne terremmo conto». Quindi anche la promessa di mantenere i tassi alti per un periodo di tempo abbastanza lungo, indipendentemente dalla dinamica dell'inflazione, non è più una certezza, ma è condizionata dal livello dell'inflazione.

È difficile comprendere che le condizioni finanziarie attuali siano a livelli accettabili, dato che siamo al di sotto della soglia 100 che separa le condizioni restrittive da quelle espansive. Siamo certamente vicini ai livelli della riunione precedente, ma a dicembre le condizioni finanziarie si erano già notevolmente allentate ed erano tornate ai livelli di giugno, prima che la Fed iniziasse la serie di rialzi di 75 punti base.

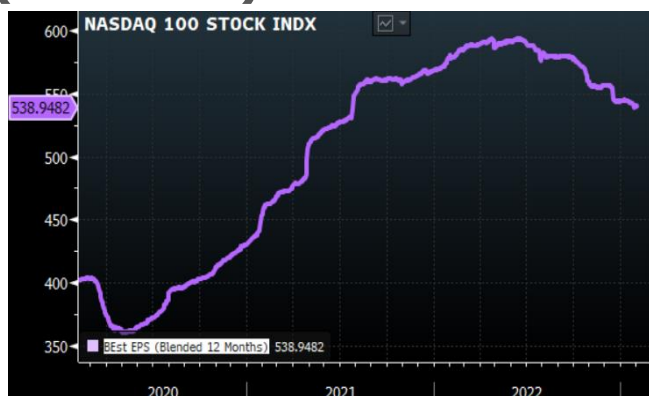
Estendendo l'orizzonte temporale, possiamo notare che negli anni '80 (la serie temporale inizia solo alla fine del 1982), quando la Fed decise effettivamente di combattere l'inflazione in modo aggressivo, le condizioni finanziarie erano intorno a 108 e rimasero al di sopra di 100 per un decennio. Al contrario, il livello attuale è addirittura inferiore alla media degli ultimi 30 anni (linea rossa nel grafico precedente), un arco temporale che difficilmente può essere definito come un periodo in cui la Fed è stata restrittiva. Anche la distribuzione delle condizioni finanziarie (barre orizzontali sull'asse di sinistra) rivela che al momento si è al terzo livello storico più basso.

Come accennato, queste osservazioni hanno stimolato ulteriori guadagni sia nelle obbligazioni che nelle azioni, e in particolare nei titoli più colpiti lo scorso anno e/o nei fondamentali, in quella che sembra essere una compressione delle scorte piuttosto che l'inizio di un nuovo mercato bull: gli indici dei titoli tecnologici non redditizi e di quelli più short sono saliti tra il 30% e il 35% YTD. Il Nasdaq (+15% YTD) ha ampiamente superato gli indici value e minimum volatility statunitensi, entrambi a malapena positivi YTD.



Fonte: Bloomberg

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Va notato che le aspettative di guadagno del Nasdaq per i prossimi dodici mesi continuano a scendere nonostante la continua forza dell'economia. Sono tornate ai livelli di luglio 2021 in termini nominali, nonostante l'inflazione sia aumentata del 10% da allora. Il premio dato ai titoli growth è interamente dovuto alla presunta crescita degli utili superiore alla media. Perché pagare un premio se gli utili diminuiscono anziché aumentare, anche in un contesto inflazionistico?

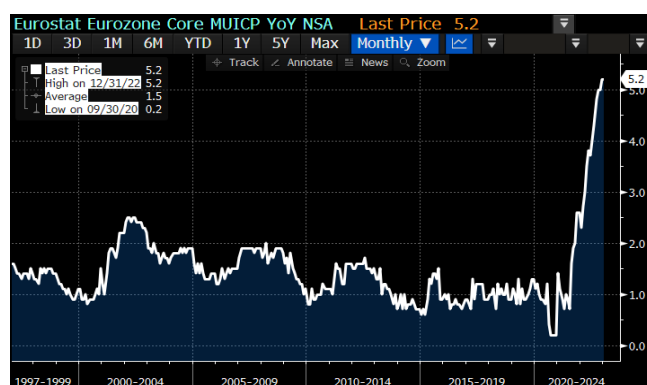
Inoltre, a causa dell'effetto combinato del calo degli utili e della performance YTD del +15%, il P/E del Nasdaq (linea verde in alto) è tornato in area 24, vicino ai livelli record e insostenibili del 2020-2021. In passato abbiamo anche sottolineato che esiste una relazione piuttosto forte tra il P/E del Nasdaq e i tassi reali (linea bianca, scala invertita nello stesso grafico). Da Jackson Hole, il divario tra le due metriche si è continuamente ampliato, ma si prevede che alla fine si chiuderà.

Spostiamo però ora l'attenzione sull'Europa, dove la BCE non ha perso occasione per perdere ulteriormente credibilità. Solo due settimane fa, al World Economic Forum di Davos, la Lagarde ha promesso che la BCE «manterrà la rotta» nella sua politica monetaria e ha avvertito apertamente i trader che hanno scommesso su un atteggiamento dovish «di rivedere la loro posizione. Farebbero bene a farlo». Giovedì scorso tutte queste affermazioni si sono rivelate inutili.

Durante la conferenza stampa, la Lagarde ha affermato che «i rischi per l'inflazione sono diventati più equilibrati». C'è da chiedersi ancora una volta come si possa fare un'affermazione del genere, visto che l'inflazione è in calo, ma ancora vicina alla doppia cifra (+8,5% a/a), e che l'inflazione di fondo non ha ancora mostrato alcun segno di ritracciamento, rimanendo a +5,2% a/a.

La Lagarde ha inoltre rinnegato l'impegno annunciato proprio nella riunione precedente di condurre una serie di rialzi di 50 punti base. Sebbene la BCE «intenda» rialzare i tassi a marzo, «la parola 'intendere' non è irrevocabile» perché «un'intenzione non è un impegno al 100%» e «la decisione di oggi non è una decisione per marzo». Non fa alcuna differenza che sia stato anche annunciato che «sono necessari significativi rialzi dei tassi in tutti gli scenari ragionevoli», perché il mercato ha correttamente compreso che non esiste oggi una chiara forward guidance e che le decisioni saranno prese riunione per riunione.

Ciò che lascia più perplessi è l'apparente coordinamento dei banchieri centrali nel non confutare l'interpretazione del mercato delle ultime riunioni politiche. Quando in passato il mercato ha interpretato male il messaggio di una Banca Centrale, uno o più governatori hanno rapidamente corretto la rotta. Sebbene la Fed, la BoE e la BCE abbiano ribadito la loro determinazione a mantenere strette le condizioni finanziarie, nessuno di loro si è preoccupato di avvertire che i rally di mercato erano sgraditi perché producevano l'effetto opposto a quello desiderato.



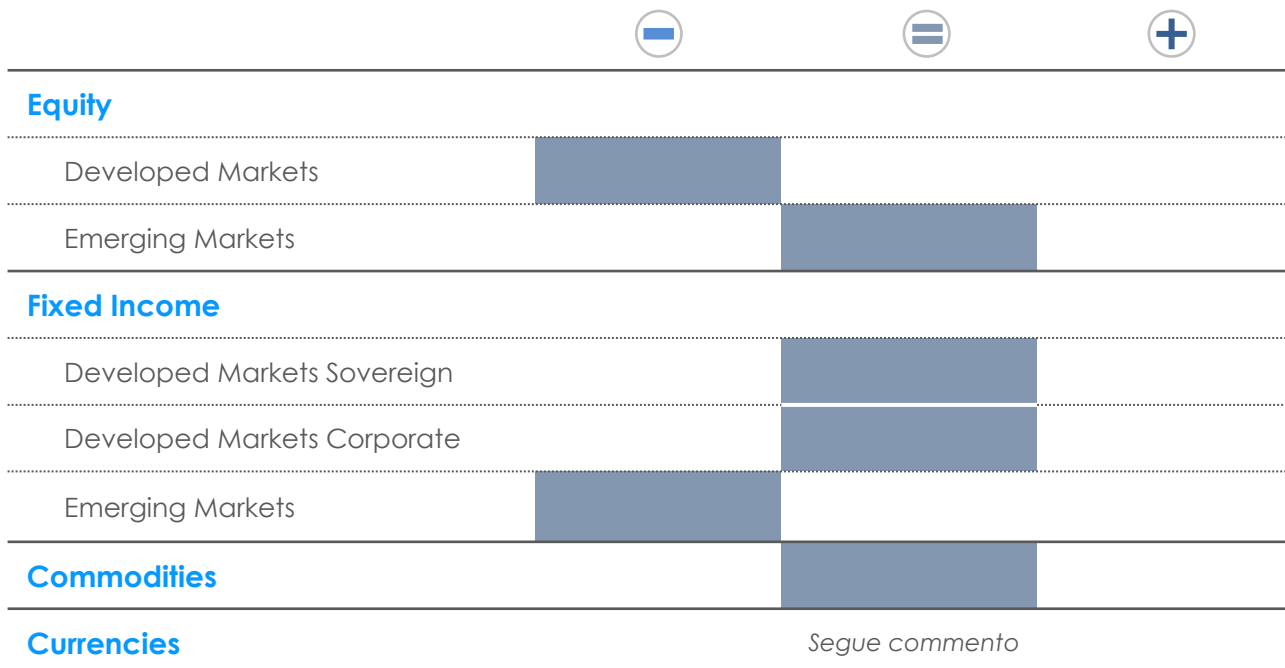
Fonte: Bloomberg

(continua)

Diventa quindi più complicato prevedere l'andamento dei tassi di interesse nel prossimo futuro, considerando che da un lato i tassi di mercato sono significativamente più bassi di quelli ufficiali, il che rappresenta un'anomalia rispetto a quanto sostenuto nel precedente numero della nostra Global View.

Dall'altro lato, la finestra temporale in cui le Banche Centrali possono aumentare i tassi di interesse si sta restringendo sempre di più, poiché si prevede che gli effetti dei rialzi dei tassi attuati in precedenza cominceranno a farsi sentire pienamente a breve. Con l'economia globale che dovrebbe rallentare nei prossimi mesi, è difficile immaginare che il ciclo di rialzi dei tassi possa estendersi oltre la primavera (USA) o l'estate (UE e Regno Unito), a meno che non si verificano nuove fiammate inflazionistiche, per le quali non ci sono ancora segnali.

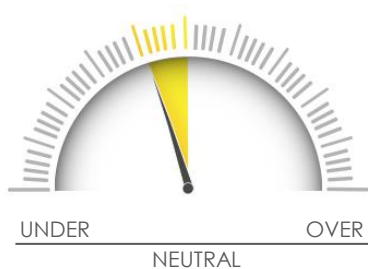
Asset Allocation View



- UNDER **=** NEUTRAL **+** OVER

Equity

Developed Markets



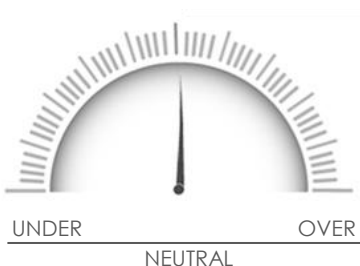
View portata in **leggero sottopeso**. I rialzi dei mercati azionari da inizio anno, uniti al calo degli utili per azione attesi, hanno nuovamente spinto i multipli a livelli meno interessanti. Inoltre, il rally sembra essere più il risultato di una compressione delle posizioni corte favorita dal calo dei tassi d'interesse che di un miglioramento dei fondamentali. Si ritiene pertanto opportuno ridurre la raccomandazione, in attesa di un punto di ingresso più interessante.

US **=**

Europe **=**

Japan **=**

Emerging Markets



View portata a **neutrale**. Le rinnovate tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Cina sul pallone-spia cinese potrebbero essere il pretesto per le prese di profitto sui titoli cinesi dopo il rally degli ultimi tre mesi. Anche la notizia di una tariffa del 200% sulle importazioni di alluminio russo negli Stati Uniti sta danneggiando i titoli dei Mercati Emergenti. In attesa di capire se si tratta di episodi isolati o di una nuova escalation delle tensioni geopolitiche, si ritiene opportuno tornare a una raccomandazione neutrale, nonostante le valutazioni rimangano ampiamente favorevoli.

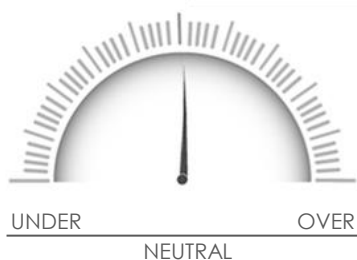
Asia ex-Japan **=**

EEMEA **-**

LATAM **=**

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View portata a **neutrale**. I commenti ambigui sulle prossime decisioni di politica monetaria rilasciati dalle Banche Centrali la scorsa settimana, insieme al restringimento della finestra temporale in cui è possibile attuare rialzi significativi dei tassi, suggeriscono che una posizione più neutrale sui tassi è appropriata per il prossimo futuro. Continuiamo a preferire le scadenze più brevi (massimo 6-9 mesi) a quelle più lunghe.

EU Core



EU Periphery



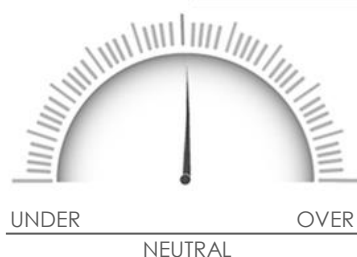
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta **neutrale**. Gli spread sono a livelli accettabili per le obbligazioni investment grade, mentre sono troppo stretti per le obbligazioni high yield, soprattutto in caso di rallentamento marcato o di recessione vera e propria. Inoltre, a meno che i dati sull'inflazione globale non continuino a sorprendere al ribasso, il potenziale per ulteriori riduzioni del tasso risk-free è piuttosto limitato.

IG Europe



IG US



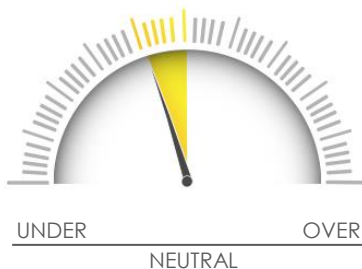
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View portata in **leggero sottopeso**. Il significativo restringimento degli spread nelle ultime settimane e le rinnovate tensioni geopolitiche dopo l'episodio del pallone-spia cinese potrebbero alimentare una correzione dell'asset class.

Local Currency



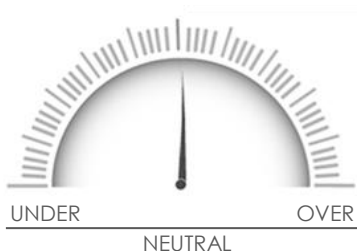
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta **neutrale**. I metalli preziosi potrebbero beneficiare di un ulteriore indebolimento del dollaro e di un contesto disinflazionistico e possono fungere da copertura del portafoglio in caso di problemi imprevisti, soprattutto quelli che potrebbero derivare dalle tensioni geopolitiche.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale**. Tra le Banche Centrali, la Federal Reserve è quella che ha modificato meno la propria posizione sui futuri rialzi dei tassi, mentre le rinnovate tensioni geopolitiche e una situazione di ipervenduto suggeriscono un possibile rafforzamento del dollaro nel breve termine.

Euro: view mantenuta **neutrale**. La messa in discussione da parte della Lagarde dell'impegno a rialzi multipli dei tassi di 50 punti base potrebbe portare a un ampliamento del differenziale dei tassi a 2 anni a favore degli Stati Uniti, riducendo così l'appeal dell'euro.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale**. Gli afflussi di capitale da parte degli investitori esteri che si stanno riposizionando sulla Cina potrebbero essere messi a rischio dall'episodio del pallone-spia cinese, anche se l'economia cinese dovrebbe comunque accelerare nei prossimi trimestri.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale**, tenendo conto sia del rischio di un potenziale rallentamento globale sia del rischio di nuove tensioni geopolitiche.

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.