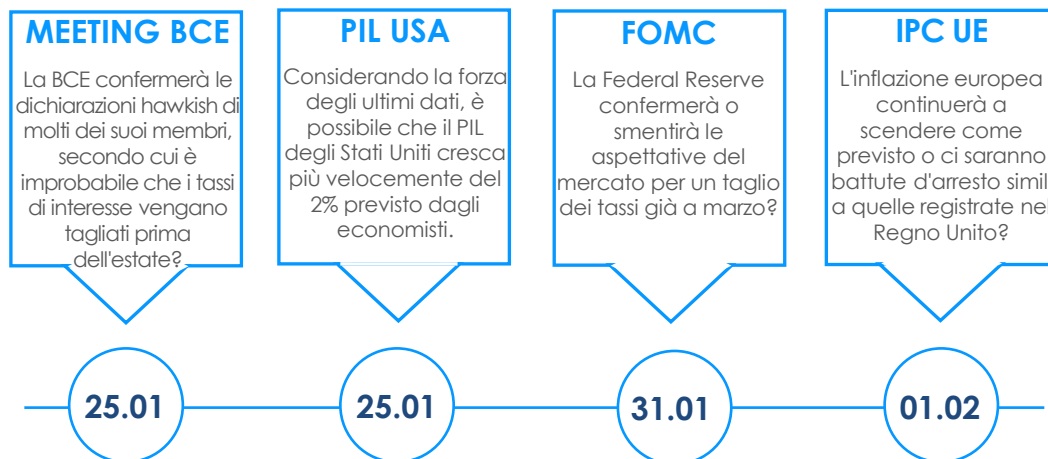


Eventi principali

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



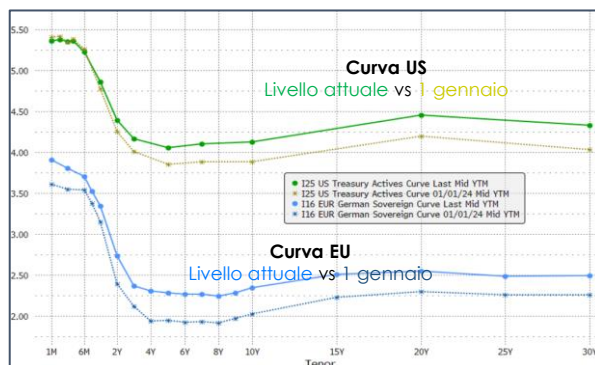
Sta succedendo davvero?

- Rilevazioni dell'inflazione superiori alle attese, dati macroeconomici solidi e nuove tensioni geopolitiche hanno portato a un ulteriore aumento dei tassi di mercato
- Questa reazione sembra sproporzionata se si considera la reale portata delle pressioni inflazionistiche, l'abbondanza di liquidità e la Federal Reserve che segnala la possibilità di un tapering del QT.
- Inoltre, si è registrata una domanda record di obbligazioni sul mercato primario, con nuove emissioni sottoscritte in misura doppia rispetto all'anno precedente.

Nelle ultime settimane ci siamo imbattuti in alcune notizie che sono passate inosservate, ma che in realtà avrebbero dovuto aumentare l'attenzione sul mercato obbligazionario: la liquidità e la domanda di obbligazioni.

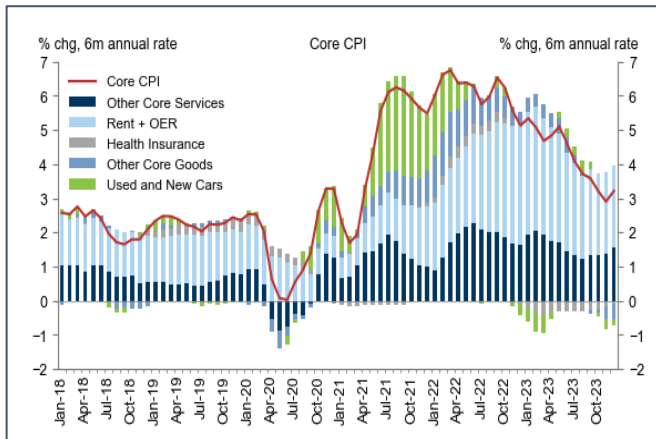
Ma concentriamoci innanzitutto su ciò che sta esercitando una **nuova pressione sui tassi** dopo i sorprendenti, storici, rendimenti di novembre e dicembre 2023: l'apparente interruzione del trend deflazionistico a livelli ancora superiori agli obiettivi delle banche centrali, sia negli Stati Uniti che in Europa, con un percorso ora più incerto dato un mercato del lavoro ancora forte, l'indice della fiducia in ripresa, con i salari che crescono più velocemente dell'inflazione sostenendo i consumi futuri, insieme al risparmio cumulato.

Senza dimenticare quella che probabilmente è la causa principale dei crescenti timori di inflazione: **gli attriti geopolitici** in Medio Oriente, soprattutto nel Mar Rosso.

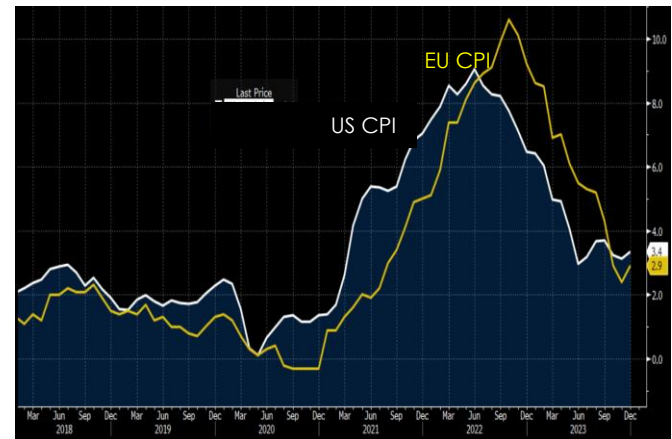


Fonte: Bloomberg

(continua)



Fonte: Department of Labor, Goldman Sachs



Fonte: Bloomberg

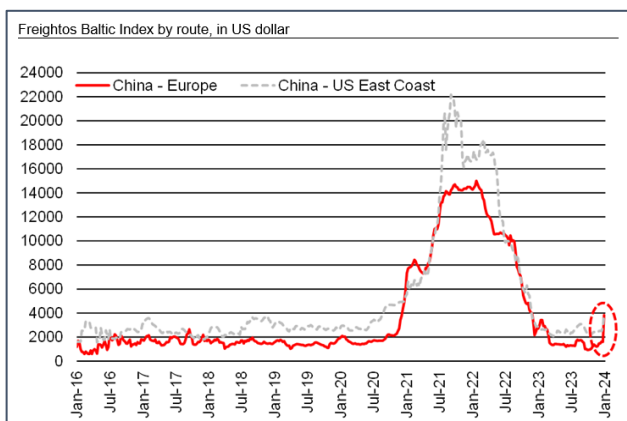
Le azioni terroristiche degli Houthi nel Mar Rosso stanno esercitando nuove pressioni sulle compagnie di navigazione, inducendole a deviare le rotte verso percorsi più lunghi e costosi. Tuttavia, vale la pena fare un confronto con le precedenti esperienze di «supply side issues» ovvero dei principali ostacoli alla catena di approvvigionamento: tradurre queste dinamiche in ulteriori pressioni inflazionistiche sembra davvero eccessivo dal nostro punto di vista.

Concentriamoci ora su ciò che sembra davvero di supporto per i mercati obbligazionari nel lungo periodo.

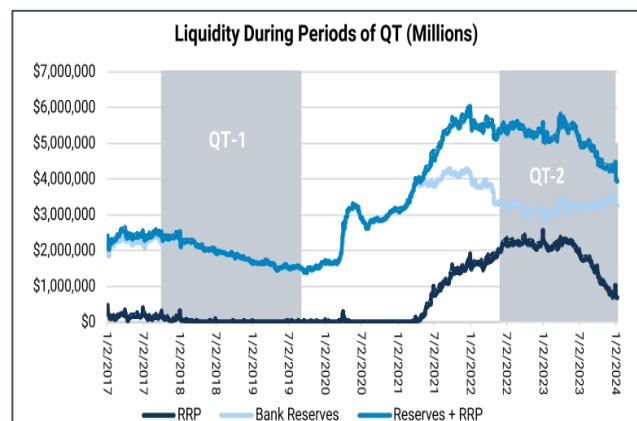
Liquidità

Pochi giorni fa, Logan della Fed ha menzionato un calo delle riserve come fattore di attenzione, creando un certo disappunto. Questo calo è visto come un **riflesso di un potenziale inizio di difficoltà tra le banche nella gestione della liquidità**, con un conseguente potenziale impatto sui mercati pronto contro termine. Come promemoria (citazione di Jefferies): "Nel precedente tentativo di ridurre il bilancio attraverso il QT (chiamiamolo QT-1), la Fed ha cercato di stimare il «lowest comfortable level of reserves» (o LCLoR) ossia la quantità minima di riserve necessaria affinché le banche operino in una situazione di normalità, e di gestire il ritmo dei rimborsi per cercare di scendere a quel livello. Alla fine, il tentativo è fallito in modo spettacolare, poiché nessuno ha stimato correttamente il LCLoR, né all'interno della Fed né all'esterno".

Ciò a cui Jefferies si riferisce nel commento è l'impennata dei tassi pronti contro termine verificatasi nel settembre 2019, che ha raggiunto il 10% intraday, con un'interruzione a partire dal giorno della data di settlement del Tesoro, in coincidenza con le scadenze fiscali delle società. La combinazione di questi due sviluppi ha determinato un ampio trasferimento di riserve dal mercato finanziario al governo, creando uno squilibrio tra la domanda e l'offerta di pronti contro termine che ha spinto i tassi al rialzo. Questo è il motivo per cui la Logan ha segnalato una potenziale riduzione del ritmo del QT, che potrebbe avvenire nel corso di quest'anno.

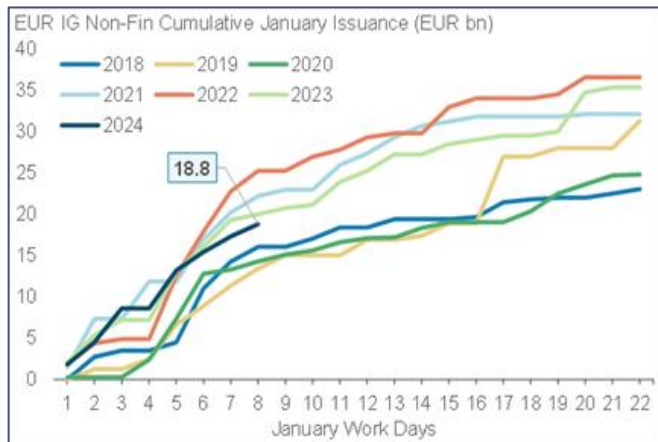


Fonte: Unicredit Research, Bloomberg

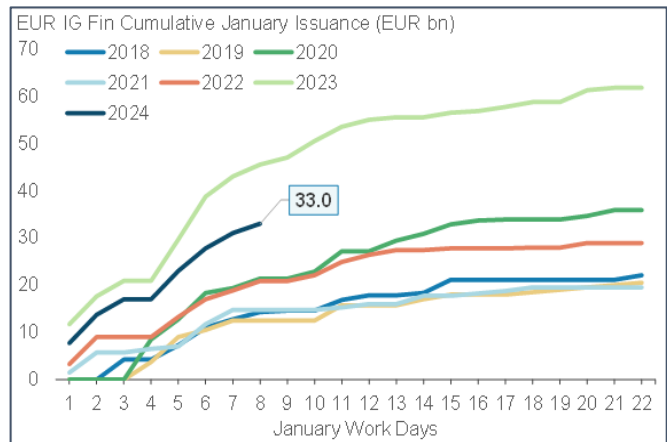


Fonte: Fed Board of Governors, Bloomberg

(continua)



Fonte: Morgan Stanley Research



Fonte: Morgan Stanley Research

Questa dovrebbe essere considerata una notizia importante: **l'ulteriore liquidità che i mercati hanno ricevuto dopo il Covid, che, data la fine della pandemia avrebbe dovuto essere ritirata, rimarrà in realtà in circolazione.** Gli investitori si sono lamentati per anni delle distorsioni create dall'eccesso di liquidità: curve piatte, rendimenti estremamente bassi e titoli azionari in forte espansione con valutazioni ristrette. Il prelievo della liquidità avrebbe dovuto eliminare parte di queste distorsioni, riportando la ripidità delle curve dei rendimenti sulla base di una nuova richiesta di premio per il rischio da parte degli investitori e, infine, moderando gli eccessi dei titoli azionari.

Questa abbondanza di liquidità potrebbe spiegare in parte il motivo per cui le banche centrali abbiano aumentato i tassi così tanto e con questa velocità, lasciando praticamente inalterate sia la crescita globale che l'occupazione. Se i mercati continueranno a beneficiare di questa abbondante liquidità per un periodo più lungo del previsto, gli stessi eccessi e le stesse distorsioni potrebbero sostenere sia il mercato del credito che quello azionario.

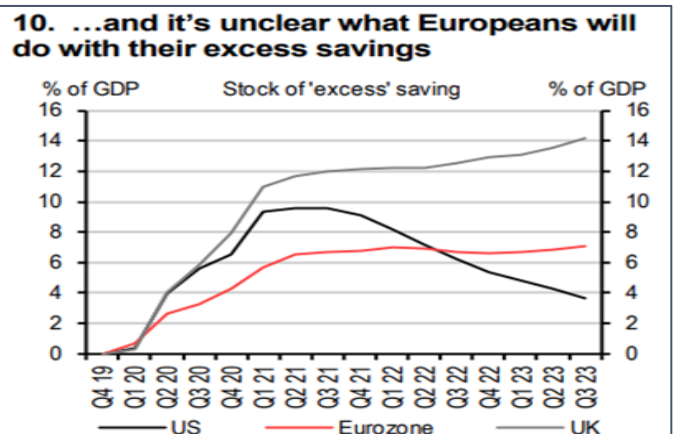
La domanda di obbligazioni

I timori di un'enorme quantità di emissioni e del loro assorbimento erano diffuse. Tuttavia, la situazione si è rivelata abbastanza gestibile.

Ciò che dovrebbe colpire è la domanda di tali emissioni: i volumi sulle emissioni di credito hanno iniziato a tornare a multipli più alti, in alcuni casi 5x-8x, rispetto ai più modesti 2x-4x del 2023. Un sales di credito di una grande banca europea commenta in questo modo:

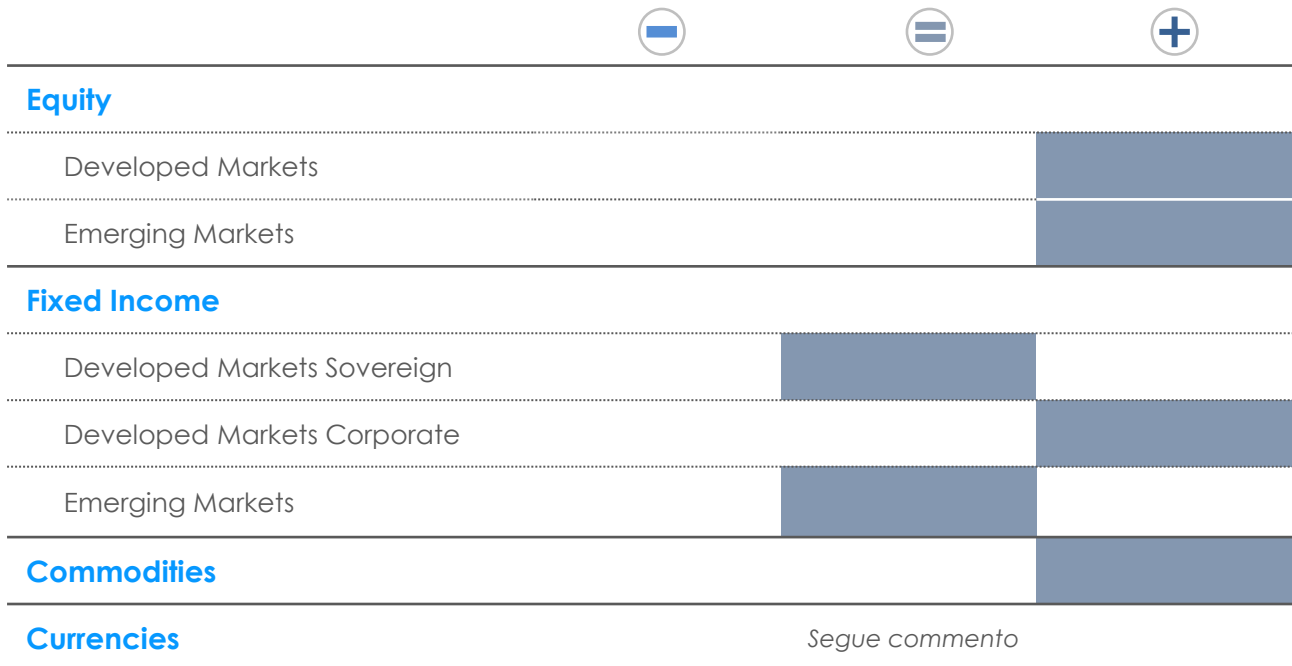
"Ma se si considera l'entità dell'offerta assorbita e l'entità dei book di ordini in entrata, si ha la percezione di quanto sia effettivamente forte il mercato: duecentocinquanta miliardi di euro di domanda per BTP e SPGB – cinquecento miliardi di Euro se aggiungiamo il Belgio e il resto dei Mercati del Credito".

Una cosa è chiara: se ci si chiede che cosa facciano i consumatori con i loro risparmi in eccesso, la risposta potrebbe risiedere negli interessanti rendimenti offerti dalle obbligazioni.



Fonte: BEA, ONS, Eurostat, Macrobond, NB

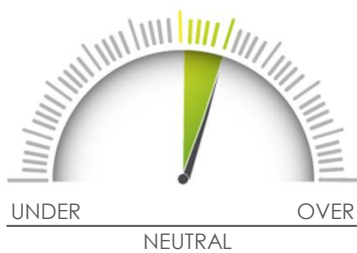
Asset Allocation View



⊖ UNDER ⊞ NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La maggioranza dei membri del comitato di investimento ha una visione costruttiva sui titoli azionari, almeno su base tattica, in quanto i solidi dati economici, l'inflazione sotto controllo e il breakout verso nuovi massimi suggeriscono che è possibile una continuazione del trend rialzista nel breve termine. Tuttavia, le valutazioni rimangono piuttosto elevate e la possibilità di sorprese negative da parte delle banche centrali o dell'imminente stagione dei bilanci suggeriscono che la cautela è ancora giustificata.

US



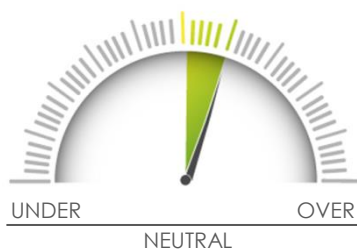
Europe



Japan



Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Da un lato, le valutazioni dei Paesi emergenti continuano ad essere interessanti sia su base assoluta che relativa, dall'altro le tensioni geopolitiche e il sentiment negativo limitano il potenziale rialzo. Qualsiasi catalizzatore positivo (stimolo economico, attenuazione di alcune tensioni) potrebbe consentire ai Paesi emergenti di rimbalzare in modo significativo.

Asia ex-Japan



EEMEA

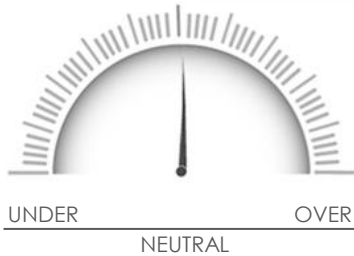


LATAM



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



Vista mantenuta **neutrale**. Dopo l'aumento dei tassi in tutte le curve dei paesi sviluppati, il comitato di investimento ritiene che la maggior parte del ritracciamento obbligazionario sia ormai terminato e di conseguenza i tassi non dovrebbero aumentare in modo significativo da qui in poi. Tuttavia, nel medio termine, il comitato di investimento rimane costruttivo, prevedendo che i tassi d'interesse continueranno a scendere dai livelli attuali.

EU Core



EU Periphery



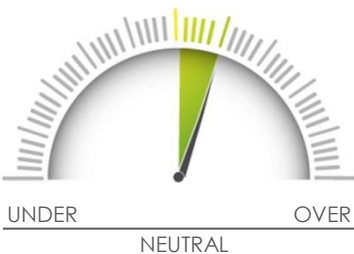
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View portata a **leggero sovrappeso**. Considerando che i tassi privi di rischio potrebbero aver concluso il fisiologico ritracciamento iniziato all'inizio dell'anno, che la Federal Reserve potrebbe rallentare il ritmo del QT e che l'economia rimane solida, è possibile che gli investitori riprendano la caccia al rendimento. In questo scenario, è ipotizzabile un ulteriore restringimento degli spread delle obbligazioni societarie. Continuiamo a privilegiare le obbligazioni societarie investment-grade e consigliamo di evitare le obbligazioni ad alto rendimento.

IG Europe



IG US



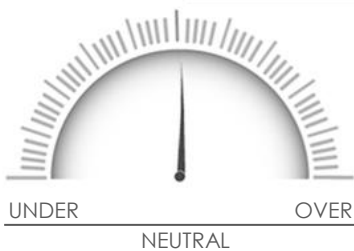
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Da un lato, l'aspettativa di politiche monetarie più accomodanti da parte delle banche centrali occidentali potrebbe favorire un ritorno di interesse verso l'asset class da parte degli investitori internazionali, soprattutto se il dollaro dovesse indebolirsi rispetto ai livelli attuali. D'altro canto, le crescenti tensioni geopolitiche e il sentimento piuttosto negativo nei confronti dei Paesi emergenti suggeriscono che è ancora necessaria una certa cautela.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. I metalli preziosi potrebbero avere spazio per estendere la loro avanzata, grazie alla svolta delle banche centrali e al fatto che tendono a fungere da copertura di portafoglio in caso di aumento delle tensioni geopolitiche. Il comitato di investimento rimane più cauto sulle altre materie prime, poiché sono legate all'evoluzione del ciclo economico ed è troppo presto per essere sicuri che si verifichi effettivamente un soft landing.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale**. Salvo imprevisti cambiamenti di posizione da parte delle banche centrali nella loro prima riunione dell'anno, tutte le principali valute sembrano prezzate abbastanza correttamente.

Euro: allo stesso modo la view dell'euro è stata portata a **neutrale**.

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**. Il cambiamento di posizione delle banche centrali occidentali e i tassi più bassi sono di supporto per le valute emergenti, mentre le obbligazioni locali potrebbero anch'esse beneficiare di una riduzione dei tassi da parte delle banche centrali dei paesi emergenti. Continuiamo ad essere relativamente più ottimisti sulle valute latino-americane.

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.