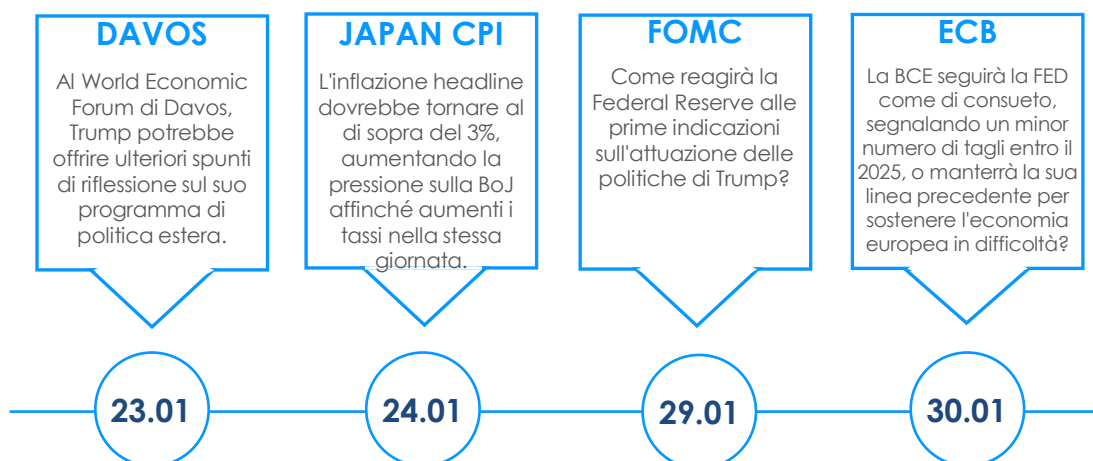


## Eventi principali

### Azimut Global Network

- \* Milan
- \* Abu Dhabi
- \* Austin
- \* Cairo
- \* Dubai
- \* Dublin
- \* Geneva
- \* Hong Kong
- \* Estoril
- \* Istanbul
- \* Lugano
- \* Luxembourg
- \* Mexico City
- \* Miami
- \* Monaco
- \* New York
- \* Santiago
- \* São Paulo
- \* Shanghai
- \* Singapore
- \* St Louis
- \* Sydney
- \* Taipei



## È tutta una questione di liquidità

- **Dopo aver raggiunto un picco grazie ai forti dati sul mercato del lavoro, i tassi di interesse hanno iniziato un fisiologico pullback in seguito ai dati sull'IPC che, tuttavia, non sono stati così favorevoli.**
- **Gli investitori dovrebbero concentrarsi sull'imminente processo di riassorbimento della liquidità, che sta per iniziare solo ora, considerando che finora il QT della Fed è stato compensato da un'analoga riduzione dell'Overnight Reverse Repo della Fed.**
- **Se il Tesoro americano dovesse iniziare a emettere più Treasury che Bills, come era consuetudine in passato, le pressioni sui rendimenti a lungo termine potrebbero aumentare ulteriormente.**

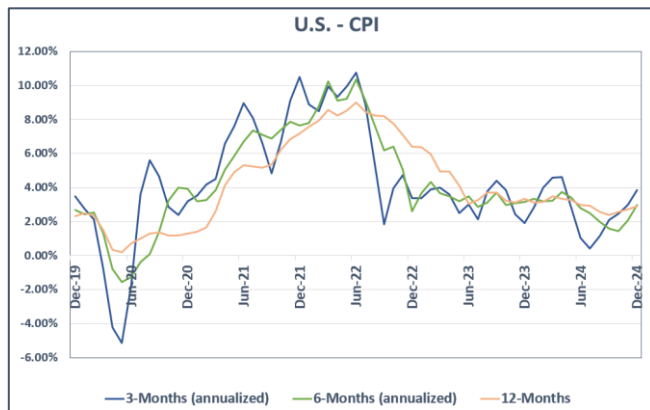
Nella prima parte del mese, i tassi di interesse statunitensi si sono avvicinati ai massimi raggiunti alla fine del 2023.

Mentre il rialzo degli ultimi due mesi è in gran parte dovuto alle aspettative che la vittoria repubblicana consenta a Trump di attuare pienamente il suo programma economico, portando a una crescita più forte, ma anche potenzialmente a un'altra ripresa dell'inflazione, l'ultimo «pezzo» di rialzo è dovuto ai dati ottimistici sull'occupazione statunitense.

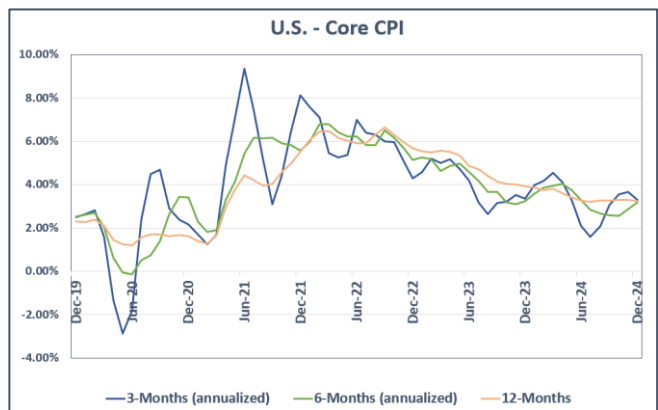
L'indagine sugli «establishment» (meglio nota come non-farm payroll) e l'indagine sulle famiglie, che nel recente passato hanno solitamente fornito indicazioni contrastanti, questa volta hanno mostrato entrambe **una forte creazione di posti di lavoro, rispettivamente +256k e +478k**. Inoltre, il tasso di disoccupazione è sceso dal 4,2% al 4,1%.

Dopo le elezioni, l'indebolimento del mercato del lavoro era l'unico scenario che avrebbe consentito alla Fed di effettuare una serie di tagli dei tassi nel 2025. Dopo dati sul lavoro così forti, **le aspettative del mercato si sono dovute adeguare, scendendo improvvisamente a un unico taglio per il 2025**, con rendimenti a 10 e 30 anni che hanno raggiunto rispettivamente il 4,8% e il 5%.

(continua)



Fonte: Bloomberg, elaborazione dati Azimut



Fonte: Bloomberg, elaborazione dati Azimut

Pochi giorni dopo, i dati sull'inflazione, "apparentemente" migliori del previsto, hanno nuovamente rafforzato le speranze degli investitori di tagli più consistenti. "Apparentemente", poiché l'inflazione complessiva ha accelerato il passo, aumentando dello 0,4% su base mensile e passando dal 2,7% al 2,9% su base annua. L'inflazione annualizzata a 3 e 6 mesi è aumentata ancora più rapidamente.

Gli investitori si sono invece concentrati solo sui dati dell'inflazione core che, dopo 4 mesi consecutivi di letture a +0,3% mese su mese, si è attestata a +0,2%. L'inflazione core su base annua è scesa dal +3,3% al +3,2%. Una "battuta dello 0,1%" non è in realtà un granché se si guardano i dati. L'inflazione core annuale e a breve termine rimane al 3,3%, allontanandosi dalla traiettoria discendente auspicata dalla Fed.

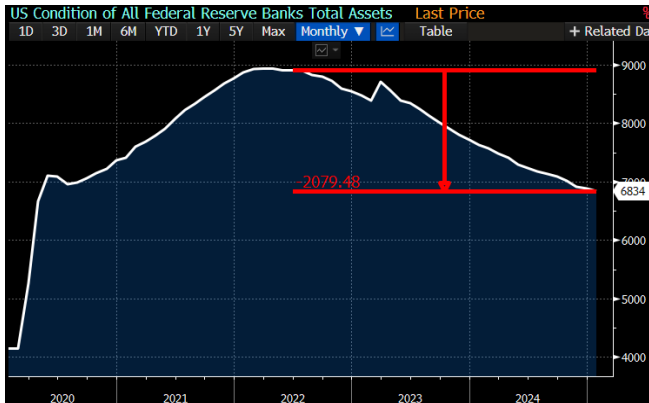
In prospettiva, le materie prime hanno registrato un rally significativo e di ampia portata da metà dicembre. È probabile che questo si riverberi nei prossimi mesi sull'inflazione complessiva, che, tra l'altro, ha il percorso potenzialmente più preoccupante. Inoltre, se Trump dovesse mantenere in parte le promesse fatte in campagna elettorale di imporre dazi, l'ottimismo che circonda l'ultimo dato sull'IPC potrebbe mancare di una solida base.

Per capire la direzione dei tassi, soprattutto nella parte lunga della curva, gli investitori dovrebbero invece concentrarsi sulla valutazione della liquidità disponibile sul mercato. Questo perché **il processo di riassorbimento della liquidità è in realtà solo all'inizio.**

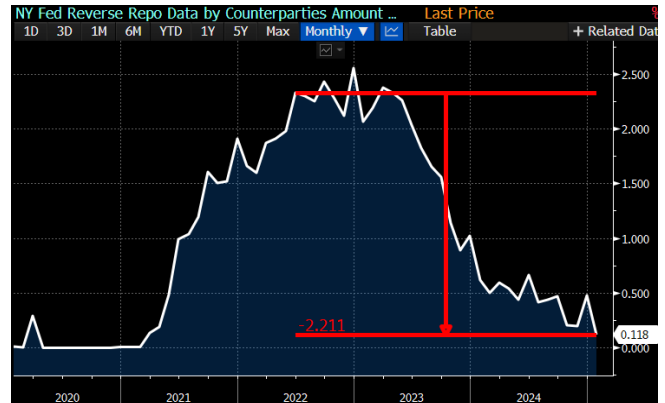
Per anni l'attenzione degli investitori si è concentrata esclusivamente sul bilancio della Federal Reserve. Il QT, pari a 90 miliardi di dollari al mese e attuato progressivamente a partire dalla metà del 2022, ha finora comportato una riduzione della liquidità di circa 2.100 miliardi di dollari.

Tuttavia, il fattore trascurato è l'impatto della liquidità depositata sulla Overnight Reverse Repo facility (ON RRP). L'ON RRP è utilizzato da banche e fondi del mercato monetario per depositare liquidità durante la notte direttamente presso la Fed. La liquidità depositata sull'ON RRP è quindi liquidità che viene ritirata dal mercato. Un aumento del saldo dell'ON RRP agisce come il QT, mentre una diminuzione assomiglia al QE. Come mostrano i grafici nella pagina successiva, la riduzione di 2,2 trilioni di dollari del saldo dell'ON RRP, a partire dalla metà del 2022, è all'incirca equivalente alla riduzione del bilancio della Fed nello stesso arco di tempo. Poiché la prima rispecchia il QE e la seconda il QT, i livelli di liquidità del mercato sono rimasti sostanzialmente invariati negli ultimi due anni e mezzo.

(continua)



Fonte: Bloomberg

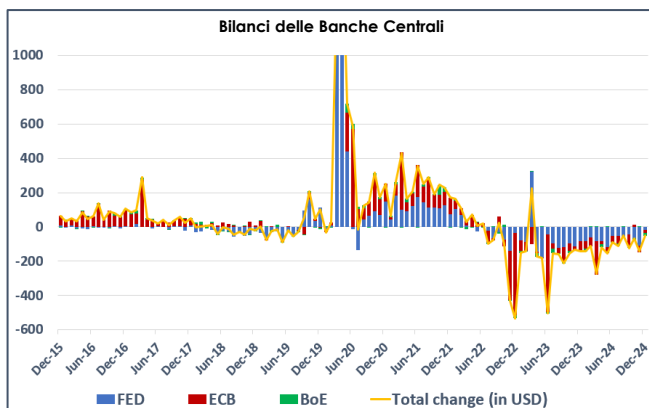


Fonte: Bloomberg

Con l'azzeramento del saldo ON RRP, non esiste più un meccanismo per compensare il QT in corso da parte della Federal Reserve. Di conseguenza, **il mercato risentirà sempre di più dell'impatto della stretta monetaria guidata dagli sforzi combinati di QT di Fed, BCE e BoJ**, pari a circa 120 miliardi di dollari al mese.

A questa pressione si aggiunge la potenziale variazione dell'emissione di debito da parte della nuova amministrazione. Sotto la guida di Janet Yellen, il Tesoro americano ha emesso una percentuale maggiore di titoli di Stato. Se il nuovo segretario al Tesoro, Bessent, tornasse all'approccio precedente, che prevedeva l'emissione di solo il 15%-20% di titoli di Stato e l'80%-85% di Treasury, il mercato si troverebbe ad affrontare non solo il QT della banca centrale, ma anche un notevole afflusso di Treasury a lunga scadenza da assorbire.

Queste dinamiche si riflettono già nell'aumento dei tassi di mercato, soprattutto nella parte lunga della curva. Inoltre, il premio a termine - il compenso aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere obbligazioni volatili e a lunga scadenza - sta gradualmente tornando ai livelli precedenti al QE. Tuttavia, vi sono validi motivi per ritenere che questo processo di aggiustamento sia lungi dall'essere completato.

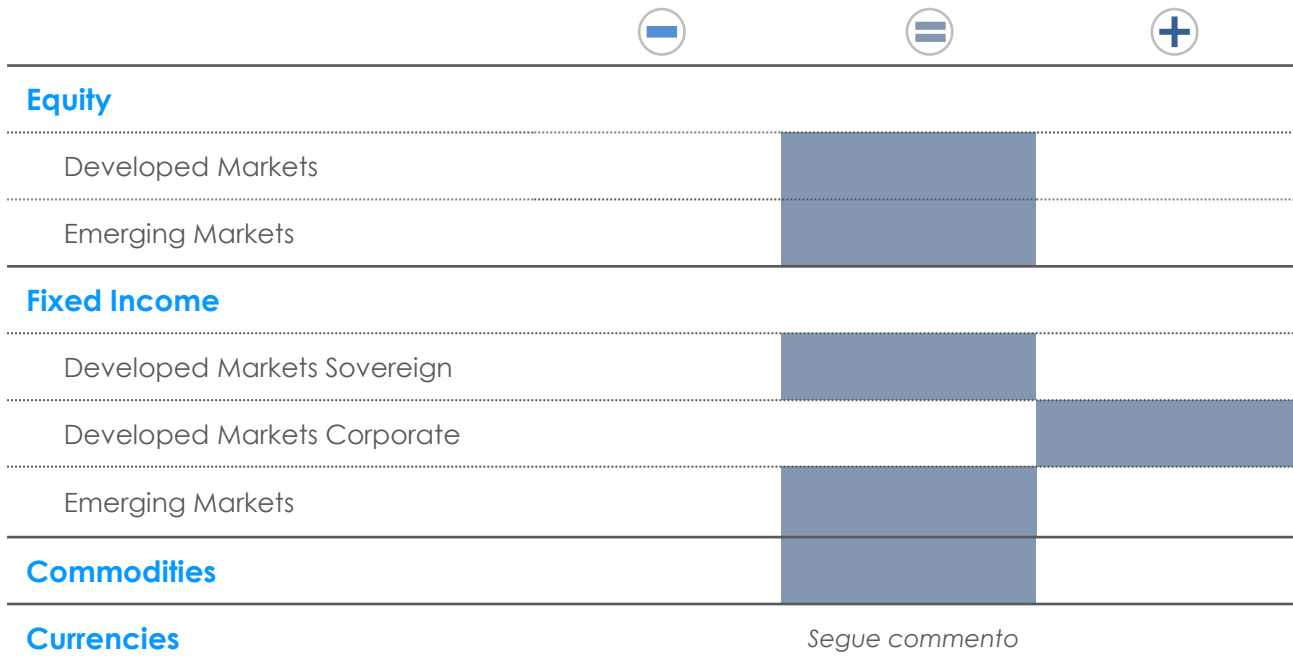


Fonte: Bloomberg, elaborazione dati Azimut



Fonte: Bloomberg

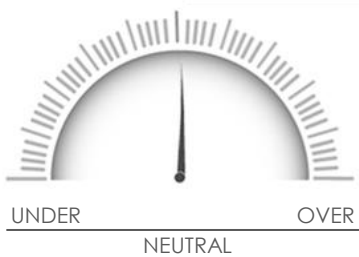
# Asset Allocation View



- UNDER   
 = NEUTRAL   
 + OVER

## Equity

### Developed Markets



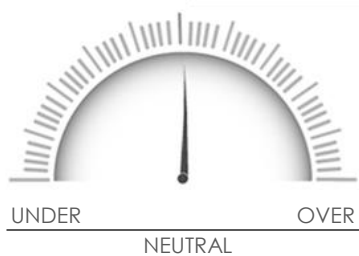
View mantenuta **neutrale**. Dati sull'occupazione e sull'inflazione migliori del previsto, insieme a un inizio robusto della stagione dei bilanci, potrebbero sostenere un'estesa tendenza al rialzo dei mercati azionari statunitensi. Allo stesso modo, le speculazioni su un'applicazione più blanda dei dazi potrebbero sostenere la ripresa in corso in altri mercati sviluppati. Tuttavia, la cautela rimane giustificata in quanto gli investitori attendono maggiore chiarezza sulle politiche che verranno introdotte da Trump, che ha giurato questo lunedì come 47° Presidente degli Stati Uniti.

US =

Europe =

Japan -

### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Tuttavia, la recente telefonata di Trump con Xi e il suo annuncio che TikTok non sarà chiuso immediatamente suggeriscono che un'escalation immediata nelle relazioni tra Stati Uniti e Cina è meno probabile. Questo sviluppo potrebbe consentire un rimbalzo a breve termine dei mercati cinesi e di altri mercati emergenti, soprattutto in considerazione delle forti posizioni di sottopeso detenute dagli investitori internazionali.

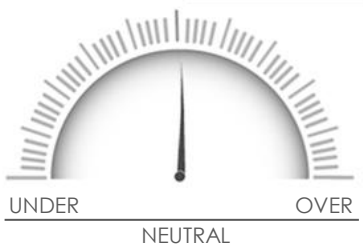
Asia ex-Japan +

EEMEA -

LATAM =

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Dopo i forti aumenti degli ultimi due mesi, i tassi si sono stabilizzati in risposta ai dati sull'IPC leggermente migliori del previsto. Sebbene le obbligazioni possano riprendersi nel breve termine, rimaniamo sempre più cauti sulle prospettive a medio-lungo termine, in particolare sulle estremità lunghe delle curve, a causa del ritiro coordinato della liquidità da parte delle banche centrali e del crescente fabbisogno di finanziamento dei governi.

EU Core



EU Periphery



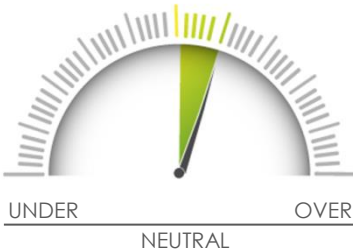
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta a **leggero sovrappeso**. La ricerca di rendimento nel mercato del reddito fisso continuerà a favorire le obbligazioni societarie. Nell'ambito delle società, continuiamo a preferire le obbligazioni investment-grade rispetto a quelle ad alto rendimento, che si aggirano intorno ai minimi storici.

IG Europe



IG US



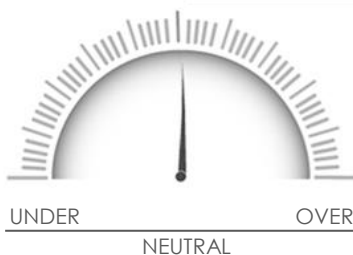
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. I rischi potenziali posti dalle imposizioni tariffarie dell'amministrazione Trump sono mitigati dagli spread relativamente più elevati che le obbligazioni dei mercati emergenti offrono attualmente rispetto alle obbligazioni societarie con rating simile dei mercati sviluppati.

Local Currency



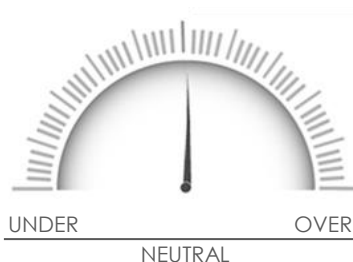
Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta **neutrale**. Siamo diventati più positivi sui metalli preziosi, che potrebbero trarre vantaggio sia in caso di dazi inferiori alle attese, con conseguente indebolimento del dollaro, sia in caso di timori di ulteriori slittamenti fiscali.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view mantenuta **neutrale** ma con un **bias ribassista**. Negli ultimi due mesi, il dollaro si è rafforzato nei confronti di tutte le valute a seguito della politica "America first" sostenuta da Trump. Qualsiasi annuncio di una più blanda attuazione delle promesse elettorali potrebbe comportare un indebolimento del dollaro e una conseguente ripresa delle altre valute.

**Euro:** view mantenuta **neutrale** ma con un **bias ribassista** per le stesse ragioni, inverse, di quelle menzionate per il dollaro USA. Inoltre, poiché i tassi dell'UE si stanno avvicinando a quelli statunitensi, il differenziale dei tassi consente anche un rimbalzo dell'euro.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **neutrale**, ma con un **bias ribassista**. La valuta cinese continuerà a rimanere sotto pressione fino a quando il governo cinese non attuerà effettivamente le misure fiscali a lungo attese per sostenere l'economia interna, anche se gli Stati Uniti non imporranno prelievi così elevati come ipotizzato in precedenza.

**Valute emergenti:** view mantenuta **neutrale** ma non più con un orientamento ribassista, in vista di tariffe più leggere da parte del governo statunitense.

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.