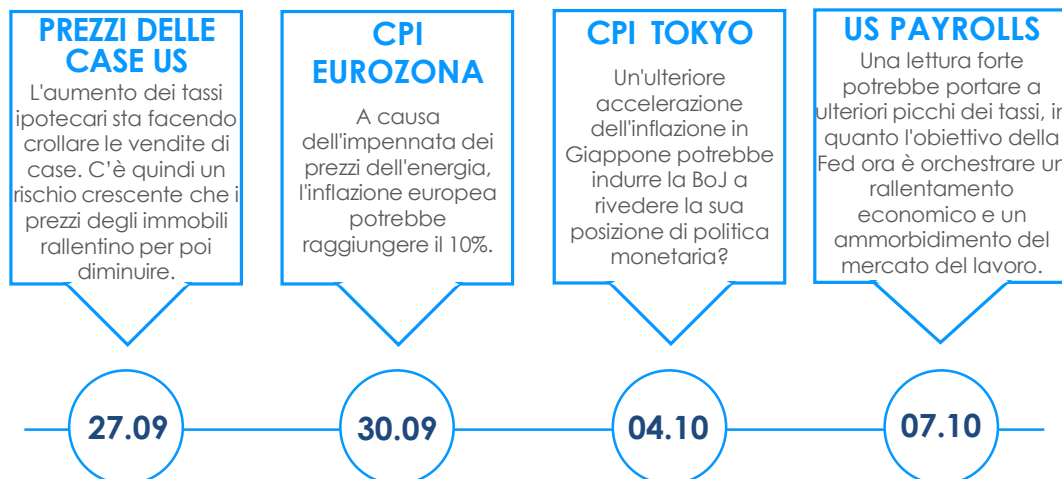


Principali eventi

**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
- * Sydney
- * Taipei



C'è ancora spazio

- **La Federal Reserve ha chiarito ancora una volta che continuerà ad aumentare i tassi e che è necessaria una recessione per fermare l'inflazione;**
- **I mercati hanno reagito ai tassi più elevati e al crescente rischio di recessione con correzioni diffuse, il movimento potrebbe però non essere ancora finito;**
- **L'estrema volatilità sperimentata dagli asset britannici dopo l'annuncio del budget del governo Truss potrebbe causare ulteriore stress sui mercati e potrebbe portare a richieste di margini e deleveraging forzato.**

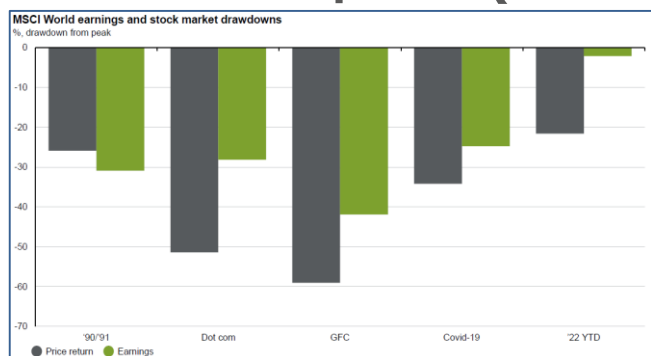
Dopo il rialzo più forte del previsto di 75 punti base e l'accenno alla possibilità di ulteriori rialzi importanti nelle prossime riunioni, il mercato ha pensato per qualche giorno che il titolo di banca centrale più aggressiva fosse passato alla Lagarde.

Il passaggio non è durato nemmeno una settimana, perché 10 giorni fa Powell è tornato sul trono come il banchiere centrale più determinato a combattere l'inflazione.

Durante la conferenza stampa che ha seguito la riunione del FOMC, Powell ha esordito dicendo che nulla è cambiato rispetto a quanto detto a Jackson Hole. Ha poi ribadito che «il ripristino della stabilità dei prezzi richiederà probabilmente il mantenimento di una politica restrittiva per un certo periodo di tempo» e che «i dati storici mettono in guardia da un allentamento prematuro della politica». Più avanti ha però aggiunto, in riferimento al livello appropriato dei tassi per combattere l'inflazione, che «non siamo a quel livello. Chiaramente oggi siamo probabilmente al livello più basso di quello che potrebbe essere considerato restrittivo. E certamente, secondo me e secondo il comitato, c'è ancora molta strada da fare».

Quanto detto non contraddice del tutto la dichiarazione che lui stesso aveva fatto a luglio, quando i tassi erano al 2,25%-2,50% e aveva detto che la «politica monetaria della Fed è ora in territorio neutrale», ma chiarisce che non basta essere in territorio neutrale o addirittura nella fascia bassa della gamma restrittiva. La Fed deve ancora rialzare.

C'è ancora spazio (continua)



Fonte: J.P. Morgan, dati a giugno 2022



Fonte: Bloomberg

Probabilmente con l'obiettivo di rendere chiaro al mercato che le sue aspettative sui tassi sono completamente fuori target, le stime della Fed sono state riviste decisamente al rialzo: l'aspettativa mediana è che i tassi sui Fed Funds siano al 4,4% alla fine di quest'anno (il che implica un rialzo di 75 punti base e di 50 punti base nelle prossime due riunioni), per poi rimanere al 4,6% alla fine del 2023 e scendere gradualmente al 2,9% nel 2025.

I tassi così alti sono ben al di sopra di quanto preventivato pre-meeting. Non è un caso che dal FOMC in poi i tassi di interesse nominali e reali abbiano continuato a salire costantemente, superando i massimi toccati a giugno, come previsto nel report del 31 agosto.

Tuttavia, i commenti fatti sugli attuali obiettivi di politica monetaria hanno avuto molto effetto sui mercati. Sebbene per statuto la Fed abbia il duplice mandato di perseguire la stabilità dei prezzi e la piena occupazione, Powell ha chiarito che, almeno temporaneamente, il mandato è stato limitato alla sola stabilità dei prezzi, anche a costo di sacrificare la piena occupazione e, di conseguenza, la crescita economica. Powell ha dichiarato che «dovremo fare due cose in particolare: raggiungere un periodo di crescita al di sotto del trend e anche un certo ammorbidimento delle condizioni del mercato del lavoro per favorire un migliore equilibrio tra domanda e offerta nel mercato del lavoro», e soprattutto che «dobbiamo lasciarci alle spalle l'inflazione. Vorrei che ci fosse un modo indolore per farlo. Non c'è».

Anche se una banca centrale non può dichiarare pubblicamente di voler provocare una recessione e un aumento del tasso di disoccupazione, in parole povere significa esattamente questo: la Fed vuole provocare una recessione e un aumento del tasso di disoccupazione perché non c'è altra alternativa per far calare l'inflazione.

Se la principale banca centrale del mondo persegue segretamente l'obiettivo di provocare una recessione e le altre principali banche centrali sembrano allinearsi, il rischio di una recessione nel prossimo futuro è concreto. Se guardiamo ai casi precedenti, vediamo che durante una recessione gli utili calano in media di circa il 25%. L'indice MSCI World è sceso del 15% in dollari da quando, a metà agosto a Jackson Hole, Powell ha dichiarato per la prima volta che una recessione era inevitabile nonostante gli analisti abbiano iniziato solo di recente a ridurre cautamente le stime di crescita degli utili (ad oggi in calo di circa il 2%). Gli utili non sono diminuiti tanto quanto avrebbero potuto, ma una parte del rischio di recessione è già stata incorporata nei prezzi.

I multipli di mercato sono ancora un'area di vulnerabilità. Abbiamo ripetutamente sostenuto che più alti sono i tassi reali, più basso è il multiplo sugli utili che il mercato può sostenere (grafico in alto a destra). Dopo Jackson Hole si è registrato un aumento record dei tassi di interesse reali, +120 punti base in un mese. Tuttavia il multiplo del Nasdaq, uno degli indici che dovrebbe essere più sensibile alle variazioni dei tassi d'interesse, ha registrato solo una contrazione marginale. Anche senza concentrarsi sulla correlazione tra multipli e tassi reali, se il Nasdaq tratta a 20 volte gli utili attesi, significa che il suo rendimento implicito è del 5% (100/20). Il rendimento del 5% del Nasdaq non è allettante se confrontato con il rendimento annualizzato del Treasury a due anni, privo di rischio, pari al 4,3%, anche prima di considerare che le banche centrali vorrebbero architettare una recessione.

Se le azioni non sembrano ancora disposte ad arrendersi alla necessità di offrire rendimenti più elevati o all'evidenza che una recessione potrebbe essere ormai inevitabile, forse un catalizzatore esterno, un'improvvisa riduzione della leva finanziaria o un aumento dell'avversione al rischio potrebbero rappresentare il punto di svolta per un tale adeguamento.

C'è ancora spazio (continua)



Fonte: Bloomberg



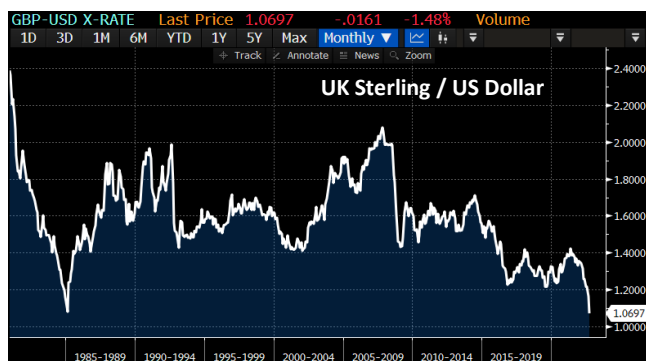
Fonte: Bloomberg

A questo proposito, alcune asset class hanno recentemente registrato movimenti insoliti. Il Treasury giapponese ha effettuato il suo primo intervento in decenni dopo la riunione della BoJ per sostenere lo yen, che è salito immediatamente del 4% per poi erodere gradualmente i guadagni nei giorni successivi. Dopo la riunione della banca centrale svizzera nello stesso giorno il franco ha perso il 2,5% in pochi minuti.

Questi due movimenti non sono però nulla in confronto al terremoto provocato dal piano fiscale annunciato dal nuovo governo britannico, un mare di conti in rosso anziché un bilancio in pareggio. Il mercato ha reagito vendendo in preda al panico gli asset britannici.

Il tasso sul bond britannico a due anni è salito di oltre l'1% in due giorni e di 150 punti base in una settimana. Il Gilt trentennale (il titolo di stato inglese) ha perso 50 punti base solo lunedì 26. Il suo prezzo è letteralmente imploso, passando da 60 a 47 (oltre -20%) in una settimana. Cali record anche per la sterlina, che ha perso fino all'8% rispetto al dollaro dopo l'annuncio del nuovo pacchetto fiscale sfondando i minimi storici del 1985.

Risposte così brutali segnalano che il mercato sta iniziando a penalizzare severamente chiunque attui politiche discutibili, dopo anni in cui qualsiasi eccesso monetario o fiscale è sempre stato tollerato. Questa risposta serve come avvertimento al nuovo governo italiano che rischia di essere severamente penalizzato se abbandona il contenimento fiscale.



Fonte: Bloomberg

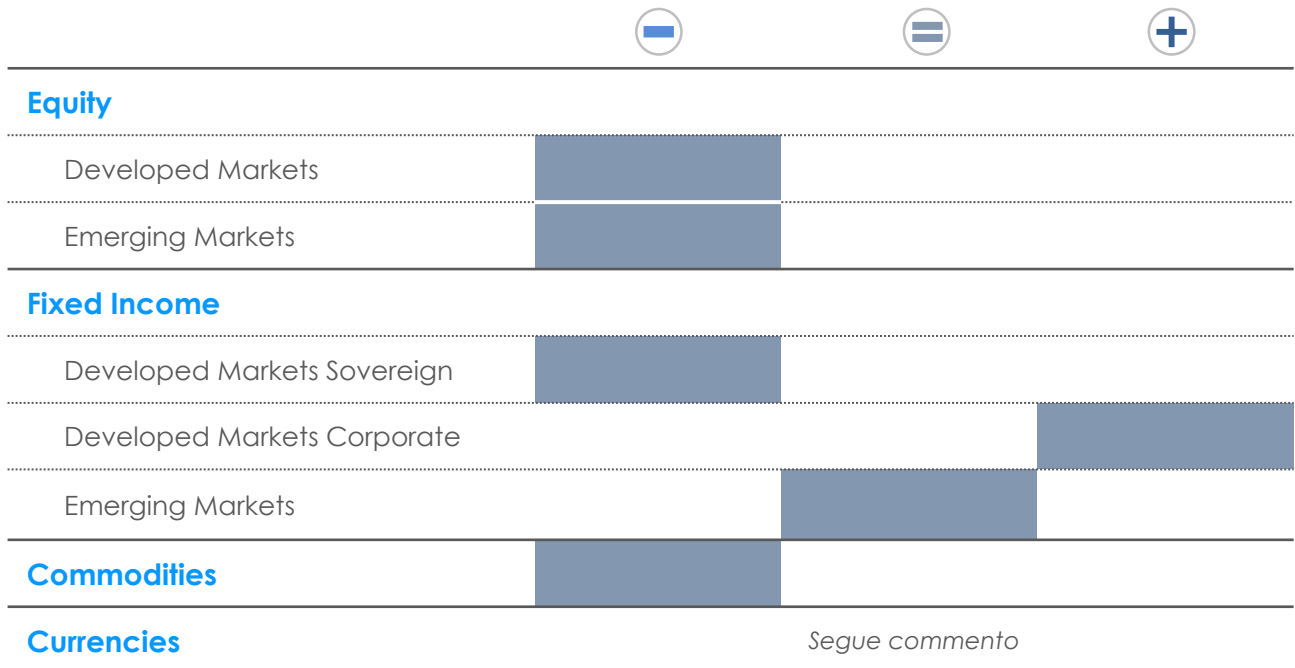


Fonte: Bloomberg

Movimenti eccezionali come quelli sopra menzionati portano solitamente a stop loss diffusi, richieste di margini, riduzione della leva finanziaria e liquidazioni forzate. Se il numero di investitori coinvolti è limitato e/o le asset class interessate sono marginali, i rischi di innescare un circolo vizioso sono limitati. Tuttavia, considerando che gli eventi sopra riportati hanno coinvolto i principali paesi e valute e che si sono verificati in un momento in cui i mercati sembrano disposti a ignorare le nubi che si profilano all'orizzonte, non si può escludere che tali movimenti possano portare a un'estensione del movimento correttivo iniziato in agosto.

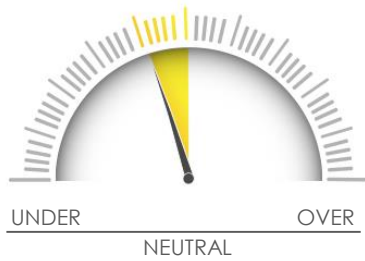
D'altro canto, se i principali indici riuscissero a tenere i minimi di giugno e l'S&P500 riuscisse a mantenersi al di sopra della sua media mobile a 200 settimane, potremmo assistere a un altro rialzo di breve termine. Se offerto, il rimbalzo dovrebbe essere sfruttato per ridurre le esposizioni di coloro che erano in sovrappeso sulle azioni o per ruotare i portafogli verso fondi con caratteristiche più difensive, dato che il rischio di recessione è ora molto più tangibile di quanto non fosse a giugno.

Asset Allocation View



Equity

Developed Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Come illustrato nel prologo, l'intenzione della Fed di provocare un rallentamento o una recessione è sempre più evidente. Il mercato si è mosso di conseguenza, con un rapido calo che ha riportato gli indici ai minimi di giugno. Un rimbalzo dal doppio minimo è possibile e, se offerto, dovrà essere utilizzato per scaricare le azioni di coloro che erano in sovrappeso. Nel medio termine, se dovessimo effettivamente finire in recessione, le azioni avranno un ulteriore ribasso. L'atteggiamento davvero aggressivo della Fed implica anche che il dollaro continuerà a rimanere forte e quindi la preferenza per i mercati europei e giapponesi è stata eliminata.

US



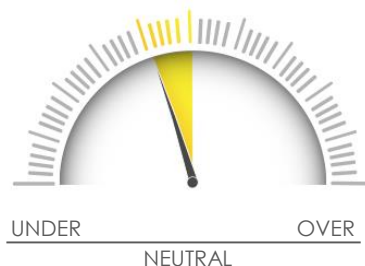
Europe



Japan



Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Le prospettive per i mercati azionari emergenti non differiscono da quelle riportate per i paesi sviluppati. Le valutazioni dei paesi in via di sviluppo sono molto più convenienti, ma i rischi geopolitici e le politiche monetarie sempre più restrittive nei paesi occidentali continuano a pesare sugli indici.

Asia ex-Japan



EEMEA

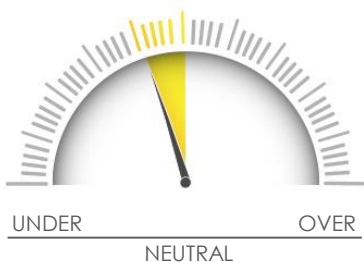


LATAM



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Da un lato, continuiamo a considerare la parte molto breve della curva (scadenza fino a 6 mesi) come il luogo più sicuro in cui parcheggiare i risparmi. Sebbene si ritenga che ci sia spazio per un ulteriore aumento dei tassi a partire da questi livelli, dato l'atteggiamento aggressivo delle banche centrali, l'entità del movimento da fine agosto è tale che il downside sulle obbligazioni (upside sui tassi) si sta riducendo. In termini di paesi, i Treasury statunitensi, ai livelli attuali, potrebbero tornare interessanti per fornire una copertura in caso di correzione significativa dei mercati azionari. L'Europa è la regione più in ritardo nel processo di normalizzazione dei tassi, per cui continuiamo ad adottare un approccio cauto.

EU Core



EU Periphery



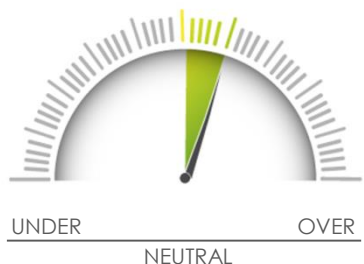
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Tra le obbligazioni corporate, quelle investment grade e in particolare quelle ibride europee continuano a offrire le migliori opportunità, anche in caso di rallentamento dell'economia e/o di attuazione di politiche monetarie più restrittive da parte delle banche centrali. Per contro, si consiglia ancora cautela per le obbligazioni high yield, che potrebbero ancora presentare dei ribassi, dato che le probabilità di una recessione globale aumentano in considerazione delle politiche monetarie sempre più restrittive.

IG Europe



IG US



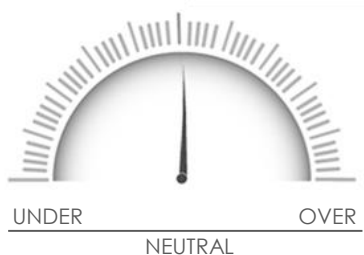
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Sebbene le obbligazioni dei mercati in via di sviluppo possano rimanere sotto pressione a causa dei continui rialzi dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali occidentali o nel caso, sempre più probabile, di un rallentamento dell'economia globale, la forte correzione che ha interessato l'asset class negli ultimi mesi dovrebbe garantire un ribasso più limitato rispetto alle obbligazioni dei mercati sviluppati. Continuiamo a preferire le obbligazioni in valuta locale.

Local Currency



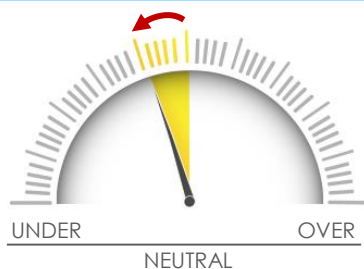
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View ridotta a **leggero sottopeso**. Non essendo in grado di generare flussi di cassa, i metalli preziosi devono affrontare una crescente concorrenza da parte dei titoli di Stato, soprattutto con l'aumento dei tassi d'interesse ufficiali. A causa delle intenzioni dichiarate dalla Fed di creare un rallentamento per frenare l'inflazione, è lecito attendersi un calo dei prezzi delle materie prime industriali ed energetiche in previsione di una riduzione della domanda globale.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view confermata **neutrale**, ma spostando nuovamente l'inclinazione verso un **orientamento rialzista** (da un orientamento ribassista). Il tono aggressivo usato da Powell dopo l'ultima riunione della Fed ha riportato la banca centrale statunitense al primo posto tra le banche centrali mondiali in termini di determinazione nell'inasprire le condizioni finanziarie. Di conseguenza, le aspettative di un ritracciamento del biglietto verde sono svanite.

Euro: view **neutrale**, ma con un **orientamento ribassista**. Il rialzo dei tassi più aggressivo del previsto da parte della BCE non è riuscito a sostenere l'euro, considerando che la Fed ha sorpreso in modo ancora più aggressivo. Inoltre, le incertezze legate alla crisi energetica e al comportamento della neo-eletta coalizione di centro-destra in Italia continuano a pesare sull'Europa.

Renminbi cinese: view è confermata a **neutrale**, con un **orientamento ribassista**. L'imprevedibilità delle decisioni governative, il crollo senza fine del settore immobiliare, la posizione provocatoria degli Stati Uniti sullo status di Taiwan e il rapido deprezzamento dello yen che sta erodendo la competitività cinese dovrebbero continuare a pesare sul renminbi.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale**, ma con un **orientamento ribassista** in vista di un possibile rallentamento globale dovuto alle politiche monetarie restrittive attuate dalle banche centrali occidentali.

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. È 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.