

## 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



## Il momento della verità

- **Nel corso delle prossime due settimane, molte delle incertezze che aleggiano sui mercati finanziari verranno allontanate**
- **La Federal Reserve deve dimostrare se è effettivamente dipendente dai dati o meno, mentre la BoJ potrebbe annunciare ulteriori passi verso la normalizzazione della sua politica monetaria**
- **La stagione degli utili farà luce su quanto siano realistiche le aspettative di crescita, soprattutto per le società del Nasdaq**

Stiamo entrando nelle due settimane forse più cruciali dell'anno, quando molte delle incertezze degli investitori si faranno più chiare.

**La prima incertezza riguarda ciò che le banche centrali faranno e soprattutto ciò che diranno.**

La prima a riunirsi è la BCE, probabilmente la meno probabile a sorprendere il mercato. Il rialzo dei tassi di settembre è stato l'ultimo di questo ciclo e si prevede che la BCE non agirà sui tassi per qualche tempo. Il mercato vede inoltre tassi stabili almeno fino alla prossima estate.

Tuttavia, vi sono due elementi di incertezza, anche se minori.

Da un lato, dopo la riunione di settembre si è ipotizzato che, anche se i tassi non verranno ulteriormente alzati, la BCE intende comunque aumentare la stretta monetaria attraverso una riduzione delle cosiddette "riserve in eccesso". Ciò significherebbe che la BCE potrebbe prendere in considerazione la possibilità di aumentare il ritmo del QT (Quantitative Tightening) in corso (la BCE non sta più rinnovando alcune delle sue obbligazioni in scadenza al ritmo di circa 25 miliardi di euro in media), cosa che non sarebbe accolta con favore dal mercato. Se ciò dovesse accadere, potremmo assistere ad un rafforzamento dell'euro, ad un ampliamento degli spread e ad un'accelerazione dell'aumento dei tassi a lungo termine.

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte : Bloomberg

D'altro canto, la BCE potrebbe porre l'accento sul rallentamento in corso in Europa. Se ciò accadesse, verrebbe interpretato come un primo passo concreto verso un cambio di rotta. In tal caso, il mercato inizierebbe a prevedere che il primo taglio dei tassi potrebbe essere attuato ben prima dell'estate, con implicazioni positive per i mercati azionari ma negative per l'euro.

Molto più incerto è ciò che la Fed deciderà di fare. Da mesi Powell e gli altri governatori della Fed insistono sul fatto che le decisioni future saranno "dipendenti dai dati". Inoltre, nella riunione di settembre, i «dot» sono stati aumentati di 50 punti base per il 2024 e il 2025, mentre i «dot» per la fine dell'anno sono stati confermati a 25 punti base in più.

Tutti i dati macroeconomici rilasciati nel corso del mese indicano che l'economia non solo rimane forte, ma sta anche accelerando. Tra questi: la creazione di 336.000 nuovi posti di lavoro, le vendite al dettaglio che sono aumentate del doppio rispetto alle previsioni e i dati sull'inflazione che continuano a superare le aspettative.

Sulla base di queste evidenze, se la Fed fosse davvero dipendente dai dati, dovrebbe continuare ad aumentare i tassi. Non farlo rappresenterebbe una perdita di credibilità e indicherebbe che il processo decisionale non è così dipendente dai dati, ma piuttosto discrezionale. Sorprendentemente, però, negli ultimi giorni diversi governatori hanno affermato che forse un rialzo dei tassi non è più necessario, poiché il mercato, alzando le estremità lunghe della curva, ha di fatto portato ad un inasprimento delle condizioni finanziarie, equivalente a un rialzo dei tassi.

Proprio perché la Fed ha continuato a sostenere per mesi che i tassi sarebbero continuati a salire e che la politica monetaria sarebbe rimasta restrittiva per un lungo periodo di tempo, il mercato alla fine si è rassegnato e ha causato una quasi inversione delle curve. Se la Fed dovesse smentire queste promesse, anche i tassi a lungo termine potrebbero invertire la rotta (anche se sui tassi di mercato continuerebbe a pesare la crescente necessità del governo di finanziare un deficit e un debito in aumento).

La riunione di inizio novembre sarà quindi cruciale per fare luce sul futuro percorso della politica monetaria negli Stati Uniti. Qualsiasi deviazione verso un orientamento più restrittivo o più accomodante potrebbe avere importanti conseguenze per i mercati.

Ancora più incertezza circonda la riunione della BoJ. Nonostante la BoJ stia gradualmente modificando la propria politica monetaria da circa un anno, consentendo un tetto sempre più alto ai tassi decennali, i tassi di mercato giapponesi non hanno tenuto il passo con quelli del resto del mondo. Ciò ha portato a un significativo ampliamento del differenziale tra i tassi giapponesi e quelli statunitensi, che si sta avvicinando al livello più alto dal 2000.

Questa dinamica del differenziale dei tassi sta chiaramente esercitando una pressione al ribasso sullo yen. Inoltre, per difendere il tetto dei 10 anni, la BoJ è costretta ad effettuare ripetuti acquisti di titoli di Stato. Questo porta a un aumento della quantità di yen in circolazione, che a sua volta provoca un indebolimento dello yen.

## (continua)

Allo stesso tempo, però, negli ultimi tre mesi in cui i tassi dei paesi occidentali sono saliti bruscamente, la BoJ sta chiaramente cercando di difendere la soglia dei 150 yen contro il dollaro, un livello al quale era già intervenuta un anno fa per arrestare un declino che stava diventando politicamente difficile da giustificare, sia a livello interno che internazionale.

La BoJ sta quindi cercando di riuscire nell'impossibile tentativo di quadratura del cerchio. Se continuerà a sostenere il tetto decennale, prima o poi dovrà lasciare che lo yen si deprezzi, poiché per sostenerlo la BoJ è costretta a vendere le sue riserve, che sono in quantità limitata. Se volesse difendere il tasso di cambio senza rischiare di esaurire le proprie riserve valutarie, allora dovrebbe smettere di acquistare obbligazioni per preservare il tetto dei tassi.

Il modo più semplice e meno problematico per uscire da questa impasse è che la BoJ continui il processo di abbandono graduale delle politiche monetarie ultra-allentate degli ultimi decenni, preferibilmente a un ritmo un po' più veloce. Non è improbabile che la BoJ colga l'occasione della riunione di fine ottobre per annunciare ulteriori passi in questa direzione.

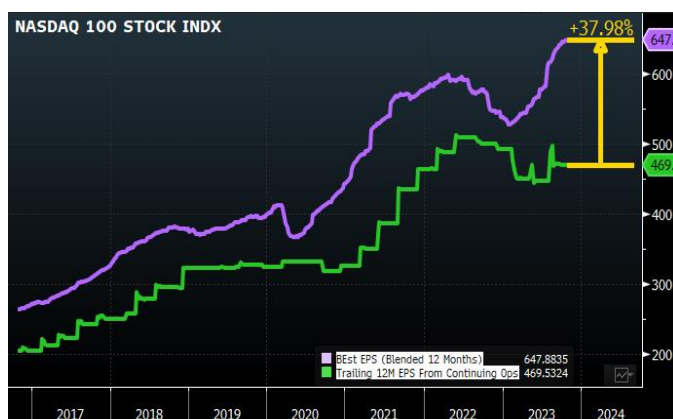
**La seconda categoria di incertezza è legata alla politica**, più precisamente alla politica interna degli Stati Uniti. Dopo l'estromissione di McCarthy all'inizio del mese, i repubblicani che detengono la maggioranza alla Camera non sono ancora riusciti ad eleggere un nuovo speaker. In assenza di uno speaker, i lavori della Camera sono fermi. Ciò è particolarmente importante in questa fase, poiché si profila uno shutdown che scatterà a metà novembre se il Congresso non riuscirà ad approvare la legge di bilancio.

Un eventuale shutdown, soprattutto in questo periodo in cui i consumatori stanno aumentando le spese per le festività di fine anno, avrebbe conseguenze negative sulla crescita economica. Inoltre, vale la pena ricordare che tra le ragioni addotte da Fitch per declassare il rating degli Stati Uniti c'è il fatto che "i ripetuti stalli politici sul limite del debito e le risoluzioni dell'ultimo minuto hanno eroso la fiducia nella gestione fiscale". Se i Repubblicani vogliono evitare di essere incolpati di aver causato uno shutdown facilmente evitabile, e per confermare le preoccupazioni di Fitch, devono trovare un accordo e nominare rapidamente un nuovo speaker del partito.

**La terza categoria di incertezza è legata alla stagione degli utili** appena iniziata. La maggior parte delle società più importanti del mondo presenterà i propri bilanci nei prossimi giorni, compresi i pesi massimi del Nasdaq. Il forte rally e la massiccia sovra-performance del Nasdaq quest'anno sono stati trainati principalmente dalle aspettative di una crescita degli utili molto elevata.

Fino alla precedente stagione di reporting, tuttavia, questa crescita non si era concretizzata (la linea verde mostra gli utili ricorrenti effettivi riportati dalle società del Nasdaq). Tuttavia, le aspettative per i prossimi 12 mesi (linea viola) sono aumentate.

Ad oggi, il mercato si aspetta una crescita degli utili del 38% per i prossimi 12 mesi, un livello particolarmente elevato anche in una prospettiva storica (il divario tra le due linee non è mai stato così ampio). Se queste aspettative dovessero essere deluse, c'è il rischio concreto che i titoli del Nasdaq, e in particolare i "magnifici 7", possano subire una correzione che riporti le valutazioni più in linea con i fondamentali.

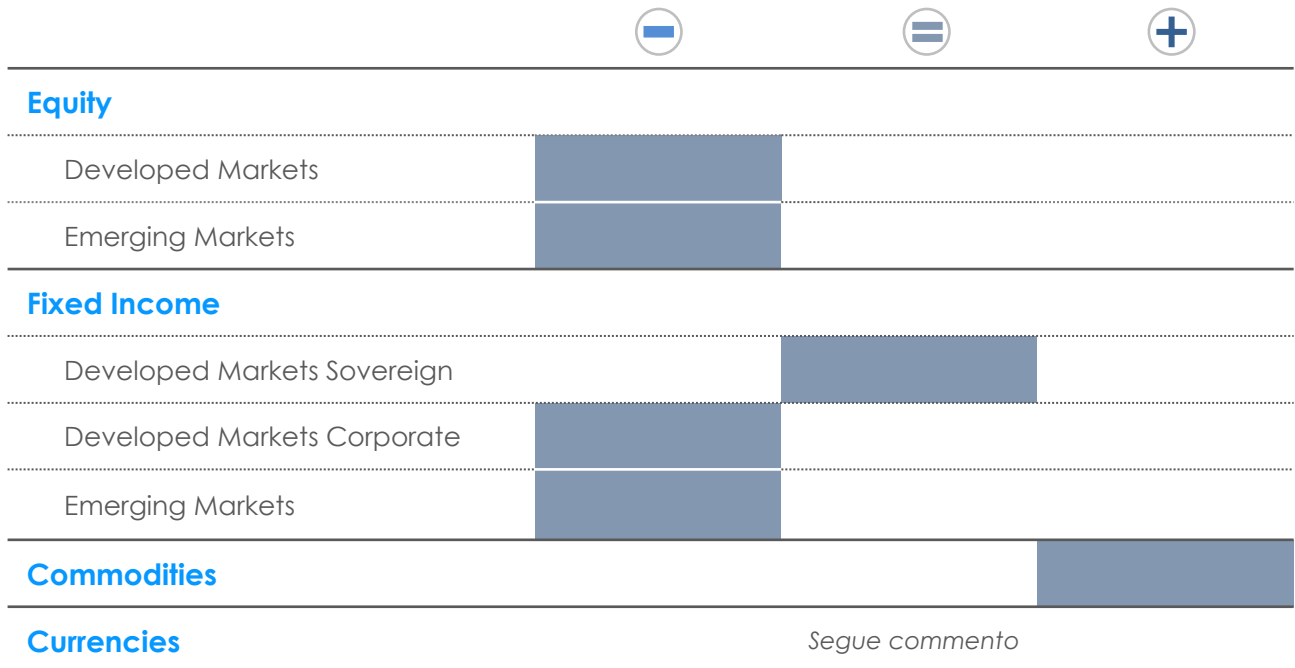


Fonte : Bloomberg

Il resto del mercato, invece, dovrebbe essere meno vulnerabile, considerando che le aspettative di crescita degli utili sono molto più basse. Prendendo come riferimento l'indice MSCI World, la crescita degli utili prevista è del 13%, ma questo valore sarebbe molto più basso se escludessimo le società del Nasdaq, che sono fortemente rappresentate nell'indice. Per l'indice MSCI World ex-US, le stime di crescita degli utili sono molto più modeste, intorno al 4%.

Tra due settimane tutte queste incertezze saranno sciolte, definendo il tono dei mercati finanziari fino alla fine dell'anno.

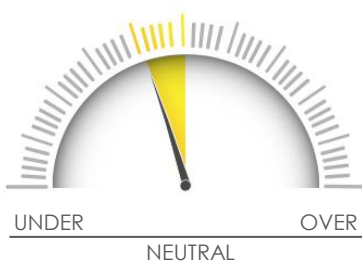
# Asset Allocation View



- UNDER   
 = NEUTRAL   
 + OVER

## Equity

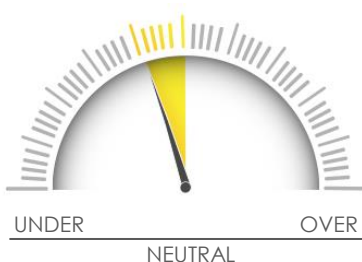
### Developed Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Sebbene la raccomandazione sia stata mantenuta invariata per il momento, si registra una crescente cautela nei confronti delle azioni. Sui mercati azionari pesano le incertezze legate a ciò che potrebbe essere annunciato nelle prossime riunioni delle banche centrali, all'aumento della concorrenza dovuta all'aumento dei tassi, alle tensioni geopolitiche e alla possibilità che la stagione dei bilanci riesca a confermare le aspettative sugli utili (particolarmente elevate per le società in crescita). Eventuali sorprese negative potrebbero fornire al mercato il pretesto per una correzione.

US =      Europe =      Japan +

### Emerging Markets

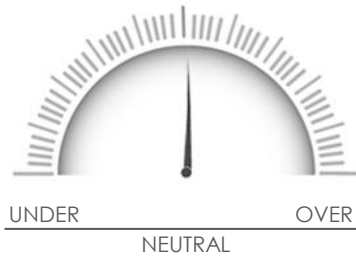


View mantenuta in **leggero sottopeso**. I fattori di rischio sopra elencati si applicano anche ai Paesi emergenti, ma le tensioni geopolitiche pesano molto di più su di essi. Inoltre, è evidente una notevole assenza di iniziative volte a rivitalizzare l'economia cinese. Tra i Paesi emergenti, siamo ancora ottimisti sull'America Latina.

Asia ex-Japan =      EEMEA -      LATAM +

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. La commissione rimane convinta che la recente impennata dei tassi a lungo termine possa continuare. A sostegno di questa prospettiva vi sono diversi fattori: l'impegno delle banche centrali a prolungare i tassi elevati, il tipico irripidimento della curva dei rendimenti quando i rialzi dei tassi cessano, il forte slancio negativo delle obbligazioni a lungo termine e l'aumento dell'offerta obbligazionaria attribuito al Quantitative Tightening (QT) e all'espansione dei deficit fiscali. Di conseguenza, il Comitato di investimento privilegia attualmente le scadenze da 2 a 5 anni, pur riconoscendo che un aumento dei tassi a lungo termine rappresenterebbe un'eccellente opportunità di acquisto.

EU Core



EU Periphery



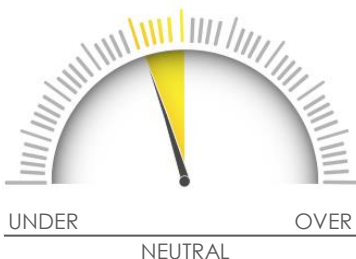
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Il comitato di investimento ritiene che gli spread delle obbligazioni investment grade e high yield si siano eccessivamente ristretti, considerando tutti i rischi che permangono sul mercato. Continuiamo a privilegiare le obbligazioni societarie investment grade e raccomandiamo di evitare le obbligazioni high yield.

IG Europe



IG US



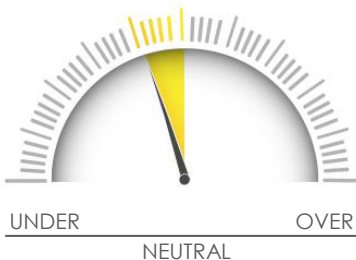
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. L'effetto combinato di tassi nominali e reali sempre più elevati nei Paesi occidentali, del rafforzamento del dollaro e di una nuova recrudescenza delle tensioni geopolitiche dopo l'attacco a Israele può rendere l'asset class vulnerabile alle correzioni.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. I metalli preziosi potrebbero apprezzarsi ulteriormente nel breve termine grazie alla loro funzione in considerazione delle crescenti tensioni geopolitiche. Anche il petrolio e le materie prime energetiche dovrebbero beneficiarne per le stesse ragioni. Il comitato di investimento è invece più cauto su altre materie prime, più sensibili al ciclo economico.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** view mantenuta **neutrale**. Dopo il costante rafforzamento degli ultimi tre mesi, il dollaro potrebbe essere vulnerabile almeno a un ritracciamento a breve termine. Tuttavia, il destino del dollaro dipenderà fortemente dall'esito della riunione della Fed di inizio novembre.

**Euro:** view mantenuta **neutrale**. Da un lato, l'euro potrebbe rimbalzare dopo il deprezzamento degli ultimi mesi, ma dall'altro potrebbe essere esposto a un ulteriore ribasso nel caso in cui la BCE si preoccupasse della forza dell'economia europea.

**Renminbi cinese:** view mantenuta **neutrale con un bias ribassista**. La Cina continua a soffrire della mancanza di catalizzatori positivi, pertanto è possibile che l'indebolimento dello yuan si prolunghi ulteriormente.

**Valute emergenti:** view mantenuta **neutrale** sulla maggior parte delle valute emergenti con un **bias ribassista**, dato che il forte aumento dei tassi d'interesse nominali e reali nei paesi occidentali potrebbe mettere sotto pressione le valute dei mercati emergenti. Continuiamo a essere relativamente più ottimisti sulle valute dell'America Latina.

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.