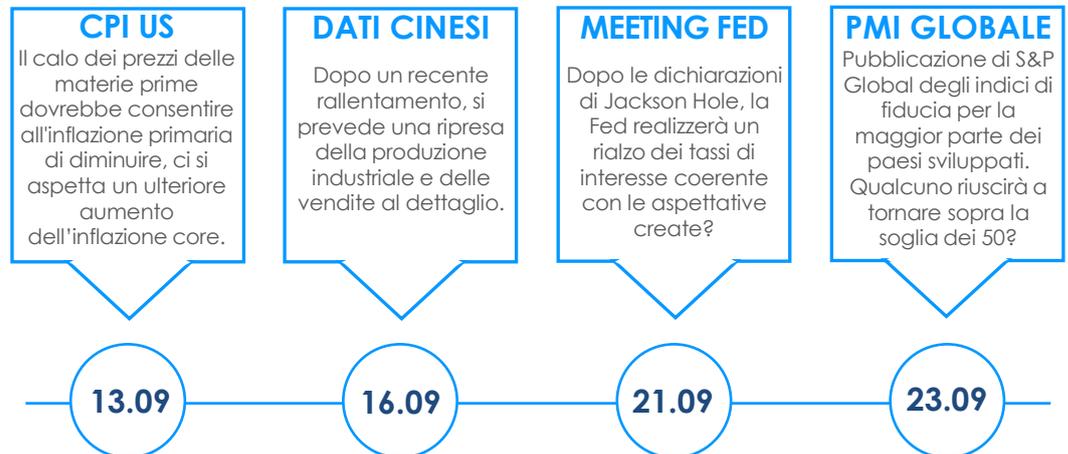


Principali eventi

Azimut Global Network

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



Una boccata d'ossigeno

- **La volatilità delle principali asset class ha messo in ombra i movimenti eccezionali che hanno interessato le principali valute mondiali;**
- **Il dollaro ha registrato un forte rialzo rispetto a tutte le principali valute, grazie alla reattività e alla determinazione della Fed nell'attuare politiche monetarie più restrittive;**
- **Dopo questi ampi guadagni, il dollaro USA potrebbe ritracciare, favorendo il rimbalzo dei mercati non statunitensi e delle asset class più volatili.**

Se chiedete agli investitori quali dinamiche finanziarie hanno caratterizzato maggiormente il 2022, molti probabilmente diranno l'andamento dei tassi d'interesse, la volatilità delle materie prime, il calo congiunto di azioni e obbligazioni che ha portato ad uno sbilanciamento dei fondi di investimento misti, o la correzione del mercato azionario, in particolare dei titoli growth. Pochi, se non nessuno, parlerebbero delle straordinarie dinamiche che hanno interessato le principali valute mondiali.

È innegabile che i movimenti delle asset class diverse dalle valute siano stati di straordinaria portata. Tuttavia, la visibilità data ai tassi d'interesse a seguito di un'inflazione in crescita e di forti dichiarazioni delle banche centrali, così come quella data alle materie prime a seguito della guerra in Ucraina, ha messo in ombra l'entità dei movimenti valutari e il loro impatto sui rendimenti dei portafogli.

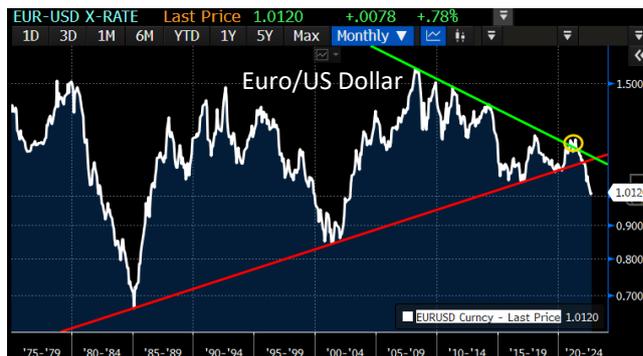
In teoria, il tasso di cambio di lungo periodo tra due valute è influenzato dall'andamento del differenziale del tasso di inflazione tra i due Paesi: la nazione con l'inflazione più alta è probabile che veda la propria valuta deprezzarsi rispetto all'altra, poiché i tassi di cambio dovrebbero garantire (sempre nel lungo periodo) la parità del potere d'acquisto delle due valute.

Tuttavia, nel breve-medio periodo, i tassi di cambio sono più sensibili alla differenza dei tassi di interesse a breve termine e all'ammontare della base monetaria immessa nel sistema: il paese con i tassi a breve termine più alti e quello con meno base monetaria dovrebbe vedere la propria valuta rafforzarsi.

Una boccata d'ossigeno (continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

A causa dei livelli di inflazione molto simili tra Europa e Stati Uniti, il differenziale dei tassi è stato il principale motore dell'evoluzione del cambio euro/dollaro. Utilizzando il differenziale dei tassi a due anni come guida, possiamo vedere che siamo in sostanziale equilibrio ai livelli attuali e la recente debolezza dell'euro può essere pienamente spiegata dai più rapidi rialzi dei tassi della Federal Reserve rispetto alla BCE.

Nel lungo periodo, vediamo che il dollaro si sta apprezzando rapidamente nei confronti dell'euro, per due motivi. Il primo è che la BCE ha aumentato il proprio bilancio (base monetaria) al 70% del PIL dell'UE attraverso il QE e il PEPP. Nonostante l'espansione significativa del suo bilancio, la Fed non ha superato il 38% del PIL statunitense.

Il secondo motivo è puramente tecnico. Dopo aver fallito la rottura della tendenza al ribasso (linea verde) – vedasi il livello raggiunto nel cerchio giallo – l'euro ha rapidamente ritracciato e ha rotto la linea di tendenza al rialzo di lungo periodo (linea rossa). Dopo la rottura di una linea di tendenza di lungo periodo così importante, era prevedibile una forte accelerazione. Il tasso di cambio euro/dollaro è stato ricostruito nel grafico in alto a sinistra estendendo il tasso di cambio euro con il tasso di cambio dollaro/marco tedesco.

La terza ragione è «meccanica» e si applica non solo al tasso di cambio euro/dollaro, ma a tutti i tassi di cambio delle varie valute con il dollaro: nei periodi di aumento della volatilità e/o di avversione al rischio, il biglietto verde tende a rafforzarsi. Il mercato finanziario mondiale ragiona in termini di dollaro, per cui in caso di volatilità le richieste di margine vengono tipicamente fatte in dollari, con conseguente aumento della domanda di dollari. Allo stesso modo, quando gli operatori di mercato riducono la leva finanziaria, vendono tipicamente gli asset più volatili (spesso denominati in valute diverse dal dollaro) e riconvertono tutto in dollari. Come accennato all'inizio del paragrafo, si tratta di tendenze meccaniche che non hanno necessariamente un impatto sui fondamentali. Ad esempio, quando i problemi si sono concentrati negli Stati Uniti nel 2008 (subprime prima, Bearn Stern e Lehman Brothers poi), il dollaro si era rafforzato da quasi 1,60 contro l'euro a meno di 1,30, il che corrisponde a un aumento di circa il +20%.

La valuta che quest'anno ha registrato la performance peggiore è lo Yen, che dall'inizio dell'anno si è svalutato di quasi il 25% rispetto al dollaro. Il motivo principale di questa svalutazione è la disparità tra le politiche monetarie della Banca del Giappone e quelle del resto del mondo sviluppato.

Nel corso dell'anno, la Banca centrale giapponese ha ribadito che non intende intervenire in risposta a un aumento dell'inflazione, che peraltro è rimasta molto bassa (circa il 2%). Piuttosto, la Banca del Giappone ha dichiarato l'intenzione di acquistare una quantità illimitata di obbligazioni giapponesi al fine di mantenere sotto controllo la curva dei rendimenti per tutta la prima metà dell'anno. L'aumento del differenziale dei tassi d'interesse tra il Giappone e il resto del mondo, nonché l'espansione del bilancio a oltre il 130% del PIL, hanno contribuito al forte calo del tasso di cambio.

Come se non bastasse, in linea con quanto già visto per l'euro, lo yen ha superato due trendline ribassiste di lunghissimo periodo, la cui rottura ha favorito un'accelerazione della svalutazione dello yen.

Una boccata d'ossigeno (continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Passando allo yuan cinese, possiamo notare che anch'esso si è indebolito rispetto al dollaro quest'anno. Il motivo è, ancora una volta, la divergenza delle politiche monetarie. Dopo essere rimasta restrittiva nel periodo post-Covid, mentre il resto del mondo attuava stimoli monetari record (che hanno portato al rafforzamento dello yuan nei confronti di tutte le principali valute, compreso il dollaro, l'anno scorso), quest'anno la politica monetaria cinese è diventata più accomodante, mentre le banche centrali occidentali sono diventate più restrittive.

Di conseguenza, lo Yuan ha restituito tutti i guadagni ottenuti rispetto al dollaro USA e si sta avvicinando minacciosamente alla linea di tendenza discendente iniziata nel 2005. Mentre i grafici per tutte le altre valute hanno sempre mostrato il periodo successivo al 1971 (da quando il 15 agosto di quell'anno Nixon dichiarò la fine del "Dollar standard", cioè la possibilità di convertire il dollaro in oro), per la Cina il periodo precedente agli anni '90 è considerato poco significativo. Prima di entrare nell'OMC, la Cina era un paese emergente povero che svolgeva un ruolo minore nell'economia e nei mercati finanziari globali. Dalla fine degli anni '90 e ancor più dall'ingresso nell'OMC nel 2001, la sua importanza è cresciuta esponenzialmente fino a diventare la potenza che è oggi. Pertanto, il record dello Yuan considerato rilevante è quello dal 2005, quando la Cina moderna ha gradualmente permesso alla sua valuta di fluttuare liberamente, abbandonando l'ancoraggio al dollaro.

Il tasso di cambio dello Yuan sembra però essere influenzato anche dall'evoluzione dello Yen. Nel periodo 2012-2015, sulla scia delle politiche economiche di Abe (Abenomics), lo Yen si è deprezzato drasticamente rispetto al dollaro (grafico in alto a sinistra), ma anche rispetto allo Yuan (grafico in basso a sinistra). Ciò ha comportato una perdita di competitività nei confronti del Giappone, che la Cina non voleva perché, all'epoca, non era più in competizione con altri Paesi emergenti a basso valore aggiunto, ma con Paesi ad alto valore aggiunto e tecnologicamente avanzati come il Giappone.

Si può notare chiaramente che una volta raggiunta la soglia di 20 yen per uno yuan, la Cina ha lasciato che lo yuan si indebolisse. Tra il 2015 e il 2019, lo yuan è stato svalutato per riportare il tasso di cambio con lo yen a livelli più accettabili. Di conseguenza, nello stesso periodo lo yuan si è indebolito anche nei confronti del dollaro USA. Oggi il tasso di cambio Yuan/Yen sta tornando sopra quota 20, il che indica che la Cina sta seguendo la stessa strategia del periodo 2015-2019 per mantenere i vantaggi competitivi, permettendo allo Yuan di svalutarsi rispetto allo Yen e al dollaro USA.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Una boccata d'ossigeno (continua)

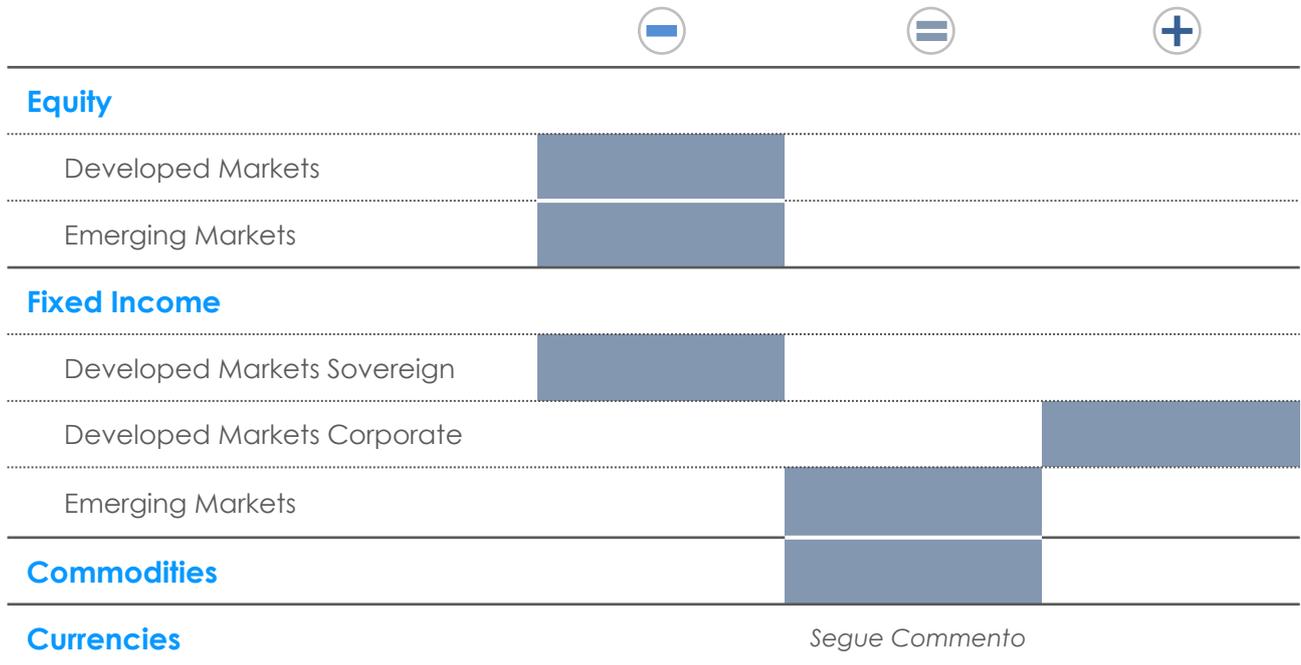
Concludiamo con una rapida panoramica delle valute emergenti (grafico alla pagina precedente), utilizzando l'indice JPM Emerging Market Currency. È evidente che gli ultimi 10 anni sono stati un decennio perso per le valute emergenti, che hanno sofferto di un rallentamento sempre più pronunciato della crescita globale con ripercussioni negative sui prezzi delle materie prime, di crescenti instabilità interne e tensioni geopolitiche esterne, nonché di tassi di inflazione strutturalmente più elevati rispetto ai Paesi sviluppati.

Sulla base di quanto detto, il rafforzamento del dollaro USA rispetto a tutte le principali valute quest'anno è considerevole. Questa accelerazione può essere spiegata, come già detto all'inizio di questo prologo, sia dalla maggiore determinazione della Fed nell'aumentare i tassi e nell'implementare il QT, sia dal fatto che in tempi di crescente avversione al rischio, il dollaro continua ad essere visto come un bene rifugio.

Sebbene nel medio termine questi fattori possano ancora sostenere il dollaro, nel breve termine sembra possibile un ritracciamento del biglietto verde rispetto a tutte le principali valute, data l'ampiezza e la linearità del movimento degli ultimi mesi. L'atteggiamento più aggressivo della BCE, che potrebbe spingere l'euro al rialzo, potrebbe essere il catalizzatore di un'inversione di tendenza.

Se il dollaro USA si indebolirà in modo significativo, i mercati ex-USA e gli asset rischiosi in generale potrebbero godere di un buon andamento per un po' di tempo.

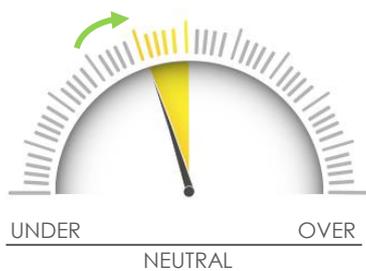
Asset Allocation View



UNDER NEUTRAL OVER

Equity

Developed Markets



View portata a **leggero sottopeso**. I dati macroeconomici continuano a rimanere solidi, riducendo la probabilità di un rallentamento a breve termine. Inoltre, il sentiment del mercato rimane decisamente ribassista, un'indicazione che dovrebbe essere letta in una prospettiva contrarian. Tra i principali mercati si privilegiano Europa e Giappone, non solo per le loro valutazioni sensibilmente inferiori, ma anche per la possibilità di un rimbalzo delle rispettive valute rispetto al Dollaro, come accennato nel prologo. Si continua a consigliare cautela nel medio e lungo termine.

US



Europe



Japan



Emerging Markets



View portata a **leggero sottopeso**. Da un lato, l'atteggiamento aggressivo delle banche centrali occidentali e le tensioni interne e geopolitiche continuano a rappresentare un freno per i mercati emergenti. D'altra parte, valutazioni significativamente inferiori a quelle dei paesi sviluppati e la possibilità di un indebolimento del dollaro potrebbero indurre un temporaneo rimbalzo nei mercati emergenti.

Asia ex-Japan



EEMEA

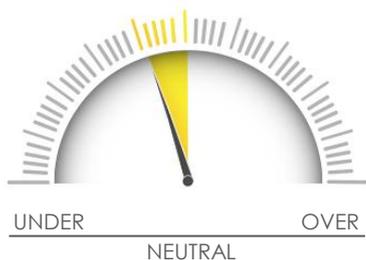


LATAM



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Da un lato, si continua a considerare l'estremità molto breve della curva (scadenza fino a 6 mesi) come il luogo più sicuro per parcheggiare i risparmi. I messaggi chiaramente aggressivi veicolati dalle principali banche centrali a Jackson Hole, d'altro canto, suggeriscono che le curve da breve (2 anni) a lungo (30 anni) sono vulnerabili alla rivisitazione e persino al superamento dei recenti massimi dei tassi. A causa delle imminenti elezioni, i titoli europei sono considerati i più vulnerabili, in particolare il BTP italiano.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Tra le obbligazioni societarie, le obbligazioni investment grade e in particolare le obbligazioni ibride europee continuano ad offrire le migliori opportunità, anche se si dovesse verificare un rallentamento economico e/o le banche centrali attueranno politiche monetarie più restrittive. Al contrario, si consiglia ancora cautela sugli high yield, che potrebbero avere ancora qualche ribasso in caso di rallentamento della crescita globale.

IG Europe



IG US



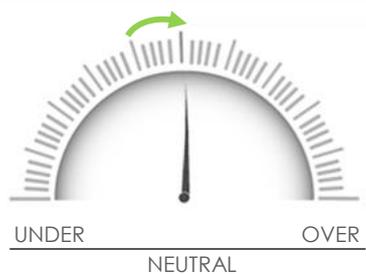
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View portata a **neutrale**. Sebbene le obbligazioni dei mercati in via di sviluppo possano rimanere sotto pressione fintanto che le banche centrali occidentali continueranno ad aumentare i tassi di interesse o in caso di rallentamento economico globale, un ritracciamento a breve termine del dollaro USA, combinato con spread generosi, potrebbe portare a un rimbalzo. Si preferiscono le obbligazioni in valuta locale perché rappresentano la migliore strategia per capitalizzare il previsto rimbalzo delle valute dei mercati emergenti rispetto al dollaro USA. A causa della loro sensibilità ai movimenti dei tassi di interesse, le obbligazioni in valuta forte potrebbero continuare ad essere sotto pressione.

Local Currency



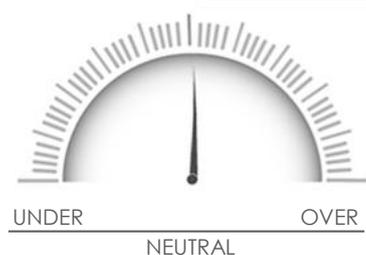
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta **neutrale**. Non essendo in grado di generare flussi di cassa, i metalli preziosi devono far fronte alla crescente concorrenza dei titoli di Stato, soprattutto con l'aumento dei tassi di interesse ufficiali. Si sta diventando rialzisti sul petrolio, a causa della fine del rilascio della Strategic Petroleum Reserve in ottobre e dell'aumento dei prezzi energetici europei, che rendono economicamente sostenibile la generazione di elettricità dal petrolio.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view confermata **neutrale** con però un orientamento ribassista (cambiato da quello rialzista dello scorso report). Il passaggio della BCE a una posizione molto più aggressiva ha messo in discussione l'aspettativa di un ulteriore allargamento del differenziale di tasso UE-USA. Ciò potrebbe innescare un riposizionamento a breve termine dei partecipanti al mercato che potrebbe portare a un temporaneo indebolimento del dollaro nei confronti delle principali valute.

Euro: view **neutrale** con un orientamento rialzista. Oltre alle ragioni sopra delineate con riferimento al dollaro, la svolta militare dell'Ucraina contro i russi potrebbe fornire ulteriore supporto alla moneta unica.

Renminbi cinese: view confermata **neutrale** con orientamento ribassista. L'imprevedibilità delle decisioni del governo, 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** con un orientamento rialzista in vista di un possibile ritracciamento del dollaro USA, che potrebbe indurre un rimbalzo delle valute dei mercati emergenti.

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.