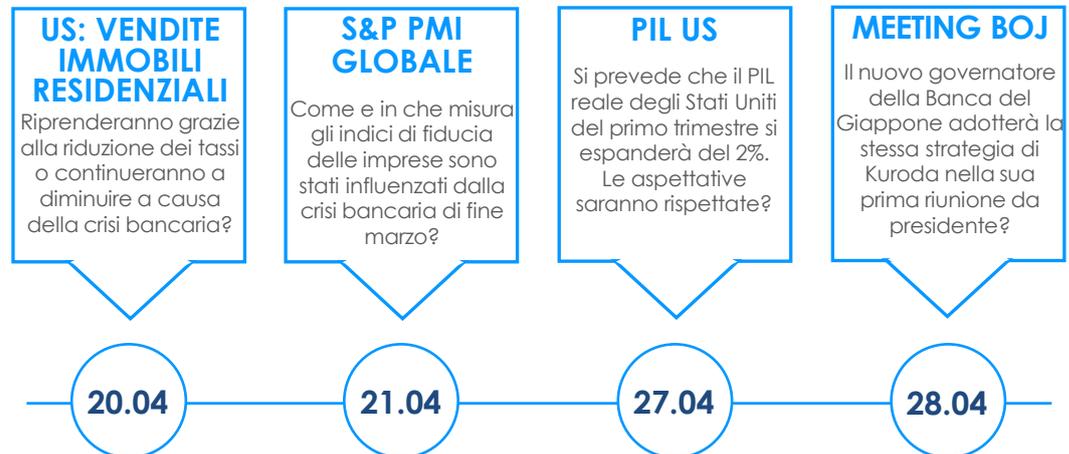


Principali eventi

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
- * St Louis
- * Sydney
- * Taipei



Guardiamo l'Europa più da vicino

- **Già prima della crisi bancaria di marzo, gli aggregati monetari* in Europa mostravano segni di declino.**
- **I risparmi ancora consistenti delle persone, i continui aumenti salariali e le forti riserve di liquidità delle imprese in Europa, suggeriscono che, se mai si verificherà una recessione, sarà moderata.**
- **Tuttavia, è importante monitorare attentamente l'andamento dei prezzi delle case, poiché gran parte della ricchezza degli europei e dei finanziamenti bancari è legata al settore immobiliare.**

La narrazione del mercato finanziario globale si è recentemente spostata dall'essere interamente incentrata sull'inflazione ad essere maggiormente preoccupata dei rischi sistemici. Questo cambiamento è stato indotto dai **recenti eventi legati a Credit Suisse e alle banche regionali negli Stati Uniti** che hanno sollevato preoccupazioni sul potenziale impatto sull'economia globale di una contrazione del credito e di standard di prestito più severi. Questo report analizza la situazione nell'Eurozona e valuta la probabilità di una recessione. Ai fini della nostra analisi, ipotizziamo un certo livello di contrazione dell'attività creditizia a causa dell'inasprimento dei controlli sugli standard di credito.

Per quanto riguarda i recenti sviluppi monetari nell'area dell'euro, i dati di febbraio pubblicati dalla Banca Centrale Europea (BCE) mostrano un tasso di crescita del 2,9% di M3 (aggregato monetario più ampio), in calo rispetto al 3,5% di gennaio. All'interno dello stock monetario, la quota dei depositi overnight è diminuita del 2,7%, mentre i depositi diversi da quelli overnight e i fondi del mercato monetario sono aumentati rispettivamente del 18% e del 12%. Questo movimento è dovuto a condizioni più interessanti che derivano dall'aumento dei tassi di interesse.

Vale la pena notare che attualmente **i depositi overnight delle famiglie continuano a registrare una crescita modesta**. Tuttavia, le imprese, più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse, optano sempre più spesso per depositi con scadenza prestabilita e, quindi, con un rendimento più elevato.

*Gli aggregati monetari M1, M2 e M3 misurano la quantità di moneta e di attività rapidamente monetizzabili presenti in un sistema economico in un dato momento. L'aggregato M1 comprende monete, banconote e depositi overnight, l'aggregato M2 comprende l'M1 più i depositi con scadenza fino a due anni e quelli rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. Infine, l'M3 comprende l'M2 più le quote o partecipazioni in fondi comuni di investimento monetari, le obbligazioni bancarie con maturità fino a due anni e le operazioni pronti contro termine.

(continua)

Table1. Monetary developments in the euro area: February 2023 (Eu bn and % year over year changes)

COMPONENTS OF M3	End-of-month level	Monthly flow			Annual growth rate		
	Feb 2023	Dec 2022	Jan 2023	Feb 2023	Dec 2022	Jan 2023	Feb 2023
1. M3	16099	-38	-23	-26	4.1	3.5	2.9
1.1. M2	15243	-45	-24	-62	3.7	3.0	2.0
1.1.1. M1	11143	-113	-97	-142	0.6	-0.8	-2.7
Currency in circulation	1540	-3	1	-1	4.7	3.8	2.9
Overnight deposits	9603	-110	-98	-141	0.0	-1.5	-3.5
1.1.2. Other short-term deposits (M2 - M1)	4100	68	74	79	14.0	15.2	17.5
Deposits with an agreed maturity of up to two years	1543	53	75	83	45.7	49.6	58.9
Deposits redeemable at notice of up to three months	2557	15	-1	-3	2.3	2.1	1.7
1.2. Marketable instruments (M3 - M2)	856	7	1	36	11.4	13.7	21.3
Repurchase agreements	124	-15	10	-10	3.0	2.6	-6.1
Money market fund shares	654	11	-14	18	0.5	6.0	12.0
Debt securities issued with a maturity of up to two years	78	10	5	29	527.7	247.1	461.9

Fonte: BCE

Table2. Breakdown of deposits in M3 by holding sector and type: February 2023

BREAKDOWN OF DEPOSITS IN M3	End-of-month level	Monthly flow			Annual growth rate		
	Feb 2023	Dec 2022	Jan 2023	Feb 2023	Dec 2022	Jan 2023	Feb 2023
Total deposits	13827	-57	-15	-71	3.6	2.9	1.9
1. Deposits placed by households^{b)}	8419	15	13	-21	3.7	3.3	2.6
1.1. Overnight deposits	5512	-26	-25	-53	3.1	1.9	0.4
1.2. Deposits with an agreed maturity of up to two years	521	30	37	36	20.0	31.6	42.7
1.3. Deposits redeemable at notice of up to three months	2386	11	1	-3	2.4	2.2	1.8
1.4. Repurchase agreements	1	0	0	0	20.0	-3.1	-25.6
2. Deposits placed by non-financial corporations	3372	-22	-7	-5	3.7	3.2	2.6
2.1. Overnight deposits	2656	-33	-48	-42	-3.1	-5.0	-7.1
2.2. Deposits with an agreed maturity of up to two years	573	9	41	25	70.0	82.0	97.9
2.3. Deposits redeemable at notice of up to three months	135	3	-1	0	4.6	3.9	4.1
2.4. Repurchase agreements	9	-2	2	2	-17.2	-28.1	-20.6

Fonte: BCE

Per quanto riguarda la dinamica del credito, il tasso di crescita annuale del credito totale dei residenti dell'Area Euro è sceso dal 3,1% di gennaio al 2,6% di febbraio 2023. Il tasso di crescita annuale dei prestiti del settore privato, corretto per le cessioni di credito, le cartolarizzazioni e il cash pooling nozionale, è sceso al 4,3% a febbraio, dal 4,9% di gennaio. Tra i settori mutuatari, il tasso di crescita annuale dei prestiti corretti delle famiglie è sceso al 3,2% a febbraio, dal 3,6% di gennaio, mentre il tasso di crescita annuale dei prestiti corretti delle società non finanziarie è sceso al 5,7%, dal 6,1% di gennaio.

Ora che abbiamo un quadro chiaro dell'attuale stock monetario in Europa, possiamo valutare il potenziale impatto che una stretta creditizia avrebbe sulle dinamiche di crescita della regione.

Quali sono i fattori trainanti del PIL e come hanno contribuito al PIL dell'Eurozona negli ultimi trimestri? La tabella sotto mostra il contributo di ciascuno dei principali elementi del PIL alla produzione nominale aggregata negli ultimi quattro trimestri.

Ci concentreremo sulle componenti dei consumi personali e degli investimenti privati. Partendo dalla prima, questa è stata una componente molto importante per la recente crescita del PIL e ora si sta diffondendo la preoccupazione che, dopo un periodo di crescita della spesa delle famiglie, le limitazioni del credito per gli individui influiscono sulla loro volontà di spendere più di quanto speso lo scorso anno. Vorremmo evidenziare due elementi principali contro questa tesi che sosterebbero la visione di una crescita dei consumi personali almeno per il resto del 2023.

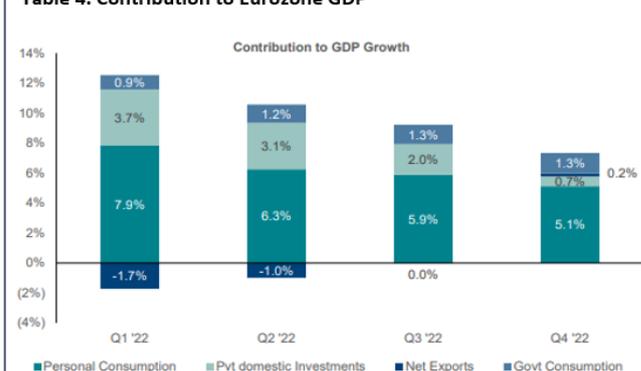
In primo luogo, dopo un periodo di salari reali negativi, **L'Eurozona sta finalmente sperimentando una crescita positiva dei salari reali, con aumenti salariali concordati in molti Paesi, pari in media al 5%.**

In secondo luogo, i risparmi in eccesso accumulati durante la pandemia in Europa sono ancora stranamente alti come percentuale del reddito disponibile. Pertanto, **i consumatori europei hanno un ampio margine di manovra** per prelevare contanti dai loro conti prima di aver bisogno di credito extra dalle banche.

Table 3. Breakdown of private sector loans by borrowing sector, type and original maturity: February 2023

BREAKDOWN OF LOANS AS COUNTERPART TO M3	End-of-month level	Monthly flow			Annual growth rate		
	Feb 2023	Dec 2022	Jan 2023	Feb 2023	Dec 2022	Jan 2023	Feb 2023
1. Loans to households^{b)}	6660	4	1	5	3.8	3.4	3.2
Adjusted loans ^{c)}	6964	6	10	7	3.8	3.6	3.2
1.1. Credit for consumption	722	2	0	2	3.3	3.1	2.9
1.2. Lending for house purchase	5226	5	3	5	4.4	3.9	3.7
1.3. Other lending	713	-2	-1	-2	0.1	0.0	-0.4
of which: sole proprietors	373	1	-1	-1	-0.6	-0.8	-1.0
2. Loans to non-financial corporations	5139	-25	1	-3	5.5	5.3	4.9
Adjusted loans ^{c)}	5131	-12	-1	-2	6.3	6.1	5.7
2.1. up to 1 year	945	-25	-8	-11	8.8	7.5	5.0
2.2. over 1 year and up to 5 years	1091	10	3	6	7.7	8.6	9.2
2.3. over 5 years	3102	-10	6	3	3.8	3.6	3.5
3. Loans to non-monetary financial corporations except insurance corporations and pension funds^{d)}	1074	-22	9	-12	13.4	9.7	6.1
Adjusted loans ^{c)}	1060	-12	1	-14	14.7	10.6	7.1
4. Loans to insurance corporations and pension funds	149	-3	1	2	-7.9	-12.6	-11.0
Adjusted loans ^{c)}	134	-3	-3	1	-9.4	-13.7	-12.7

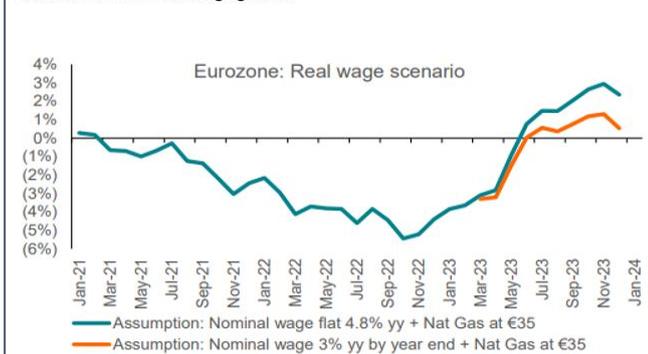
Fonte: BCE

Table 4. Contribution to Eurozone GDP


Fonte: Exane BNP

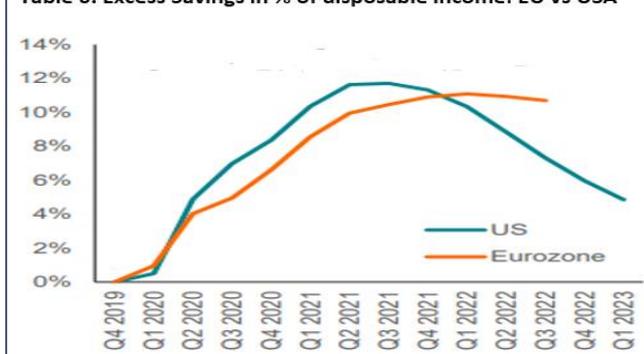
(continua)

Table 5. Eurozone real wage growth



Fonte: Exane BNP

Table 6. Excess Savings in % of disposable income: EU vs USA



Fonte: Exane BNP

Se si considerano gli investimenti privati interni, ci sono ancora una volta elementi che giocano a favore della crescita, anche in uno scenario di stretta creditizia e di inasprimento degli standard di prestito. Vale la pena osservare quanto sia diverso il profilo finanziario delle imprese dell'Eurozona rispetto allo scenario del 2008 (la principale occasione nella storia recente in cui si è verificata una recessione guidata dalla contrazione del credito). All'epoca della crisi Lehman, che culminò in una massiccia decelerazione della disponibilità di credito per le imprese di tutto il mondo, le imprese dell'UE avevano 1.400 miliardi di euro di depositi (liquidità ed equivalenti). La controparte erano 4.800 miliardi di dollari di prestiti. Oggi, le aziende hanno quasi lo stesso ammontare di prestiti in essere (5.100 miliardi di euro) a fronte di un ammontare di liquidità 2,5 volte superiore (3.400 miliardi di euro). Guardando questi numeri, **è ragionevole supporre che le aziende europee si trovino in una situazione completamente diversa e che siano in grado di far fronte a un certo livello di contrazione del credito senza compromettere il loro ciclo di investimenti.** A sostegno di ciò, lo stress che le catene di approvvigionamento globali hanno dovuto affrontare negli ultimi due anni e la necessità di indipendenza continentale per quanto riguarda le fonti energetiche sono due fattori importanti che spingeranno investimenti massicci indifferibili con l'aiuto dell'Inflation Reduction Act* (IRA) europeo.

Sulla base di queste evidenze, **riteniamo che sia possibile per l'Europa evitare una recessione o almeno mitigarne la gravità**, data l'ampia liquidità di cui dispongono sia le famiglie che le imprese. Non concentriamo la nostra analisi sul mercato del lavoro perché partiamo dal presupposto che se l'ecosistema delle imprese evitasse una crisi di liquidità, la domanda di lavoro non cambierebbe in modo significativo nella regione.

Dall'altro lato della medaglia, non vogliamo essere ingenui nell'ignorare la concentrazione degli investimenti delle famiglie in Europa (Tabella 3). Il mercato immobiliare è stato un enorme motore di creazione di ricchezza nell'Eurozona. Negli ultimi 10 anni, i bassi tassi di interesse hanno spinto la domanda e le valutazioni a nuovi massimi durante il mercato bull del 2021. Da allora, l'aumento dei tassi di interesse ha raffreddato la domanda; tuttavia, i prezzi delle case sono rimasti resistenti fino ad oggi, ad eccezione di alcune sacche di debolezza nei Paesi nordici e in Germania. Vorremmo sottolineare che i dati Eurostat sui prezzi delle case sono piuttosto arretrati (oggi abbiamo solo dati fino all'ultimo trimestre di ottobre-dicembre), e il mercato potrebbe benissimo essere al di sotto dei livelli riportati.

Table 7. Net Debt and interest coverage in Europe

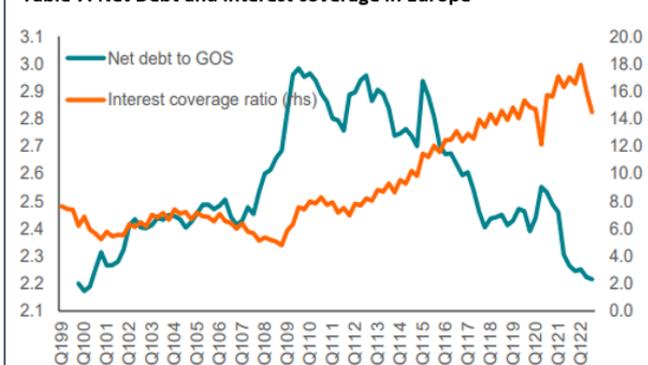
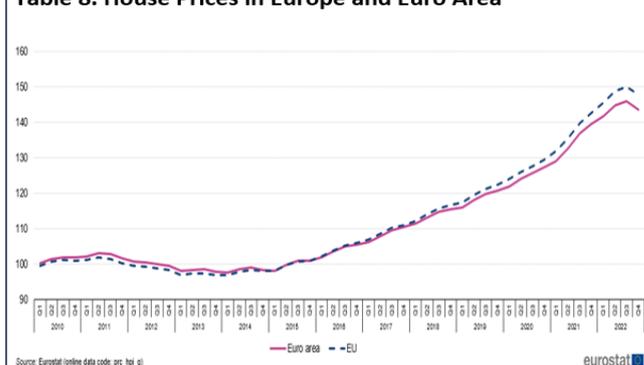


Table 8. House Prices in Europe and Euro Area



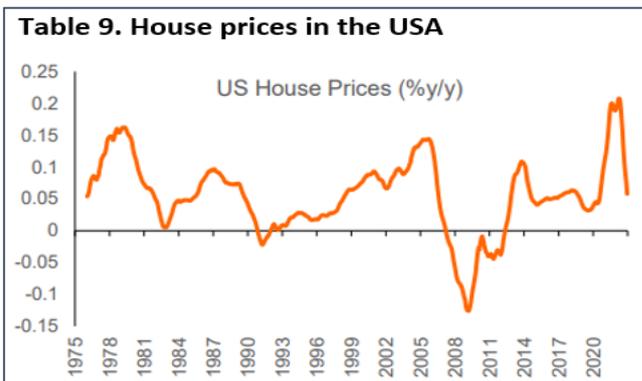
* Si tratta di un disegno di legge di spesa di grandi dimensioni che prevede investimenti per la riduzione del deficit per combattere l'inflazione, effettuando al contempo investimenti in una gamma diversificata di soluzioni climatiche

(continua)

La domanda ovvia è: cosa è successo ai prezzi delle case durante altri periodi di alta inflazione (e alti tassi di interesse)?

Nonostante la mancanza di dati di questo tipo per l'Europa, abbiamo trovato la risposta per gli Stati Uniti: solo una volta i prezzi delle case sono andati in negativo (nel 2008) e questo è stato attribuito ad altri problemi piuttosto che ai tassi di interesse (come la crisi degli MBS).

Anche durante la massiccia ondata di inflazione degli anni '70, i prezzi delle case non sono mai scesi.

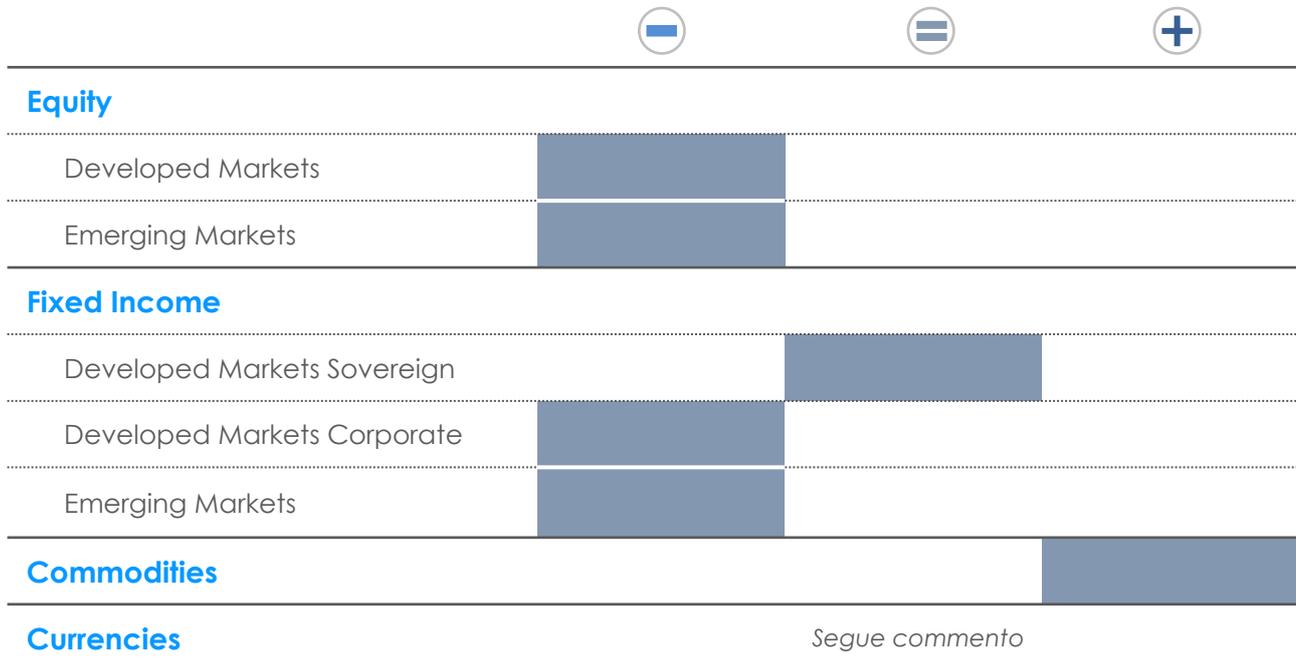


Fonte: Exane BNP

Secondo questa analisi, l'"elefante nella stanza" che potrebbe causare problemi in Europa è il **mercato immobiliare**. Pertanto, lo terremo sotto stretto controllo, osservando anche gli indicatori in tempo reale, come i dati sui prezzi forniti dagli operatori del mercato, come i broker immobiliari.

Infine, un'altra importante avvertenza alla nostra visione favorevole dell'economia europea per il 2023 è il modo in cui gli Stati Uniti si comporteranno in relazione ai dati presentati. Ciò è particolarmente importante se si considera che negli Stati Uniti l'eccesso di risparmio in percentuale del reddito disponibile è più basso e che un potenziale rallentamento dei consumi in quel Paese avrebbe un impatto sull'Europa e sugli esportatori europei.

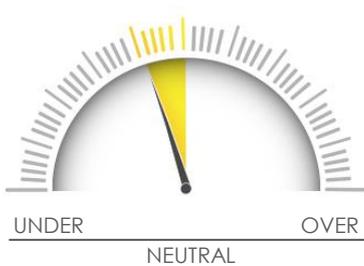
Asset Allocation View



- UNDER **=** NEUTRAL **+** OVER

Equity

Developed Markets



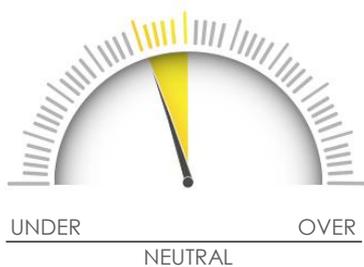
View mantenuta in **leggero sottopeso**. Nonostante le Banche Centrali siano probabilmente vicine alla conclusione del loro ciclo di rialzi dei tassi, i valori rimangono elevati e i principali indici di mercato si trovano probabilmente nella parte superiore di un probabile trading range. Un altro elemento che consiglia per il momento un atteggiamento cauto è l'incertezza associata alla stagione dei bilanci appena iniziata.

US **=**

Europe **=**

Japan **=**

Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Da un lato, i Paesi Emergenti potrebbero soffrire maggiormente in caso di stretta creditizia globale e/o di rallentamento, eventualità che non si può ancora escludere. Tuttavia, continuano a trattare a multipli molto più bassi rispetto ai Paesi Sviluppati. Tra i Mercati Emergenti siamo relativamente più ottimisti sull'Asia ex Giappone.

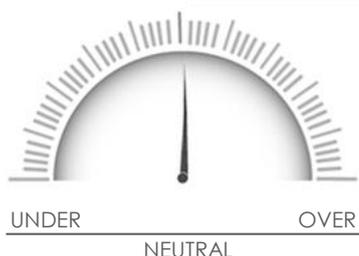
Asia ex-Japan **+**

EEMEA **-**

LATAM **=**

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Dopo aver subito un calo sostanziale all'inizio della crisi bancaria, i tassi d'interesse sono tornati gradualmente a salire, sulla base di segnali che indicano che i forti tagli dei tassi previsti per il prossimo anno appaiono sempre meno plausibili.

EU Core



EU Periphery



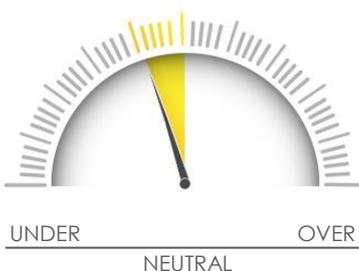
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Gli spread di credito, sebbene più ampi rispetto ai livelli pre-crisi bancaria, hanno continuato a ridursi e non sembrano adeguati alla luce del peggioramento dello scenario macroeconomico dovuto proprio alla crisi bancaria. Continuiamo a essere più costruttivi sulle obbligazioni societarie investment grade rispetto a quelle high yield.

IG Europe



IG US



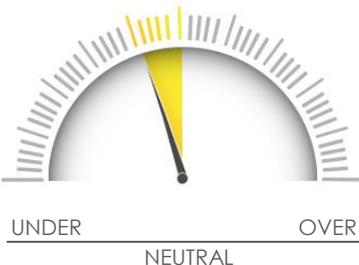
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Gli spread delle obbligazioni dei Paesi Emergenti non si sono ampliati in modo significativo dopo gli eventi di marzo e non riflettono adeguatamente i rischi di una contrazione del credito o di un rallentamento dell'economia globale.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. I timori scatenati dalla crisi bancaria negli Stati Uniti e in Europa, uniti alle aspettative di una fine prematura del ciclo di rialzo dei tassi, sono entrambi fattori trainanti per il prezzo dei metalli preziosi. Tra le altre materie prime, lo slancio positivo delle commodity energetiche potrebbe continuare grazie al taglio della produzione annunciato dall'OPEC, anche se il rischio di dover affrontare un rallentamento economico nei prossimi mesi attenua notevolmente l'ottimismo sulle commodity non legate ai metalli preziosi.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view confermata neutrale, ma con un orientamento ribassista. Da un lato, il differenziale dei tassi statunitensi rispetto al resto del mondo continua a ridursi, con implicazioni negative per il dollaro, ma dall'altro l'aumento delle probabilità di un altro rialzo dei tassi da parte della Fed (in precedenza del tutto escluso) potrebbe limitare il ribasso del biglietto verde.

Euro: view neutrale, ma con un orientamento rialzista. I dati sull'inflazione che continuano a sorprendere al rialzo in Europa potrebbero costringere la BCE a continuare ad alzare i tassi più a lungo di altre Banche Centrali, sostenendo la moneta unica nel medio termine.

Renminbi cinese e valute emergenti: view confermata neutrale in attesa di maggiore chiarezza sull'effettivo impatto di un'eventuale stretta creditizia e/o di un rallentamento economico.

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.