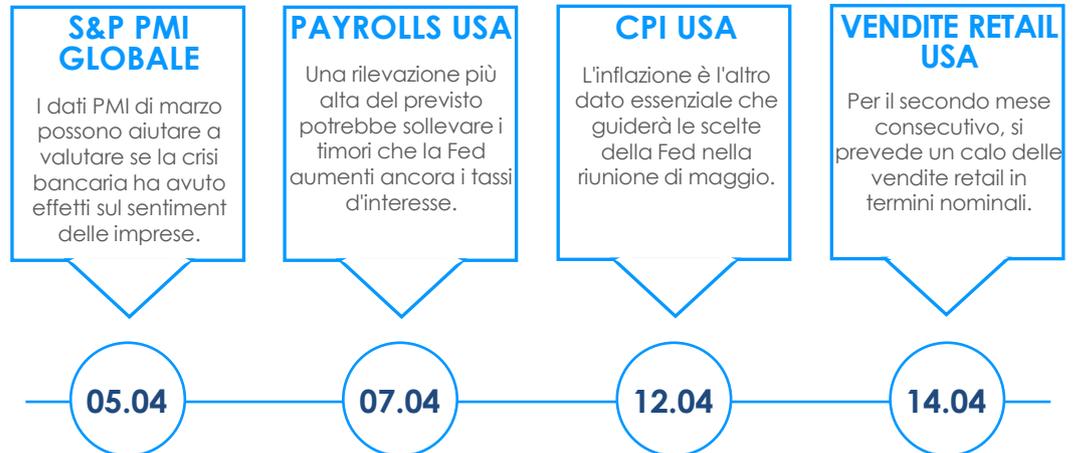


Principali eventi

Azimuth 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



“No News Is Good News”

- **Nelle ultime due settimane, l'assenza di sviluppi negativi riguardanti le banche ha permesso ai mercati di recuperare completamente le perdite subite all'inizio di marzo.**
- **A sostenere il rimbalzo è stata anche l'aspettativa di una svolta dovish da parte delle Banche Centrali, nonché la recente espansione di bilancio della Fed, interpretata come il primo passo verso la fine del QT.**
- **Permangono le preoccupazioni per il livello delle valutazioni e l'apparente disinteresse per i rischi legati a una contrazione del credito o ad un rallentamento globale.**

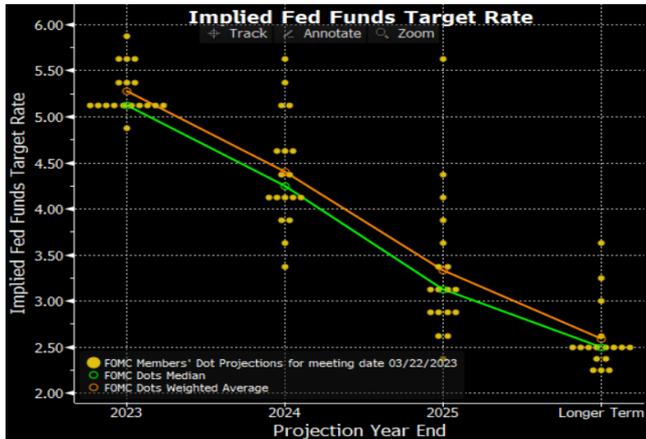
Dopo il caotico fine settimana che ha visto il crollo di Credit Suisse, nessun altro evento drammatico ha colpito i mercati finanziari o il settore bancario. Per qualche giorno il mercato ha tentato senza successo di attaccare i CDS di Deutsche Bank. Permangono alcune preoccupazioni per alcune banche regionali negli Stati Uniti, ma il pericolo di contagio sistemico sembra essere stato scongiurato, almeno nell'immediato futuro.

In tempi di stress, «no news is good news» e di conseguenza il mercato ha iniziato a rimbalzare. Il rimbalzo ha poi ripreso vigore, ancora una volta, sulla base dell'aspettativa che i recenti eventi portino le Banche Centrali al tanto atteso cambio di rotta.

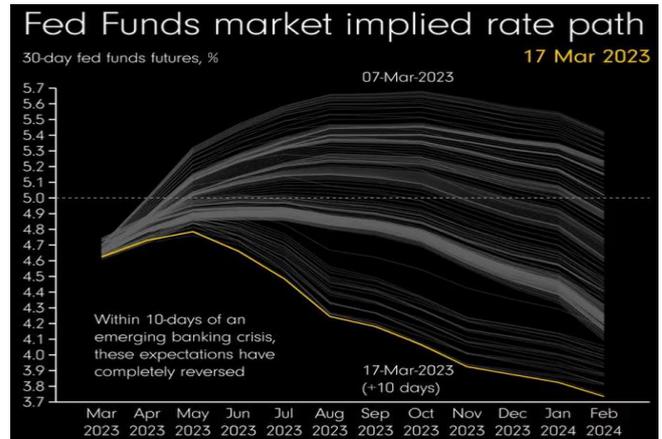
Nell'ultima riunione del 22 marzo, la Fed, come molte altre Banche Centrali, ha continuato ad aumentare i tassi di interesse, nonostante i recenti avvenimenti nel settore bancario. Si può tranquillamente affermare che, rispetto alle dichiarazioni precedenti alla SBV, che indicavano la necessità di ulteriori rialzi dei tassi, Powell ha lasciato la porta aperta a qualsiasi possibilità per il prossimo futuro.

Da un lato, ha affermato che l'inasprimento degli standard di credito previsto nei prossimi mesi, e discusso nel precedente report, avrà effetti equivalenti a quelli di un rialzo dei tassi, il che implica che la Fed potrebbe non aumentare ulteriormente i tassi. Dall'altro lato, però, ha ribadito che l'inflazione non è ancora sconfitta e che il dot plot (il grafico che riassume le prospettive del FOMC relativo al tasso dei Fed Funds) appena pubblicato mostra che la Fed è tutt'altro che pronta a ridurre i tassi come previsto dal mercato.

(continua)



Fonte: Bloomberg



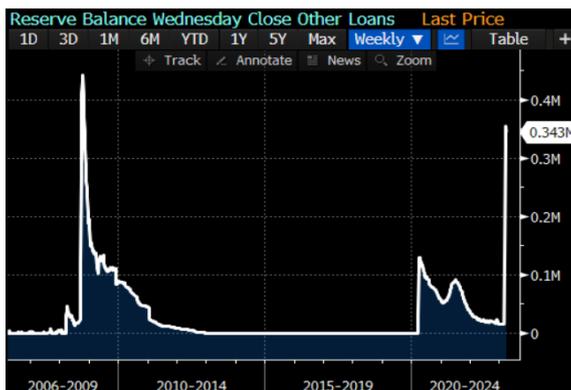
Fonte: @JamesEagle17, www.Barchart.com

Sia le proiezioni mediane che quelle medie per la fine del 2023 indicano che un ulteriore aumento dei tassi è ancora possibile e che alla fine del 2024 i tassi saranno appena inferiori al livello attuale. Le previsioni del mercato, che indicano tagli molto più estesi e rapidi, sono in contrasto con questo dato. In soli 10 giorni, dal 7 marzo (prima della liquidazione volontaria della Silvergate Bank) al 17 marzo, i tassi impliciti dei Fed Funds (che misurano le aspettative del mercato sulla posizione dei Fed Funds nel prossimo futuro) sono crollati di oltre 150 punti base al 3,80%. Oggi i Fed Funds per gennaio si aggirano intorno al 4,10%.

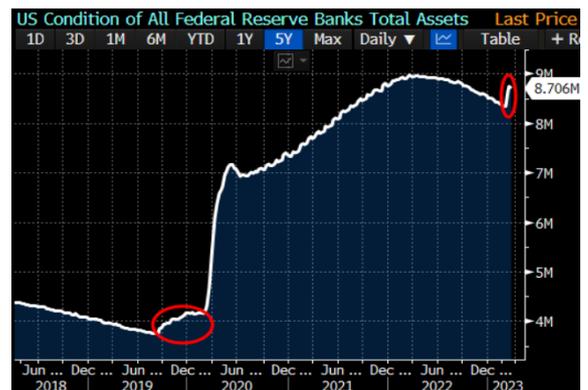
Anche il bilancio della Federal Reserve è cresciuto ancora una volta nelle ultime due settimane, raggiungendo gli 8.700 miliardi di dollari. A differenza dei 15 anni precedenti, però, l'intero aumento, pari a circa 350 miliardi di dollari, non è attribuibile al QE o ad altre politiche che stimolano i prezzi delle attività finanziarie. I programmi di emergenza lanciati dalla Fed (BTFFP, di cui si è parlato nell'ultimo report) per evitare una crisi ad ampio raggio all'intero settore bancario statunitense sono pienamente imputabili della crescita del bilancio della Fed.

L'importo totale di 343 miliardi che le banche statunitensi hanno chiesto alla Fed non è molto diverso da quello che le banche hanno ricevuto dalla Fed nel 2008, attraverso misure di emergenza analoghe. In effetti, la Fed sta fornendo al mercato ulteriore liquidità, ma a causa delle notevoli tensioni nel sistema bancario, questa liquidità non è sicuramente destinata alla speculazione e non intende alimentare l'inflazione degli asset come nel decennio precedente.

Qualcuno voleva vedere se l'improvvisa espansione di bilancio della Fed di questo mese fosse una replica di quanto accaduto nel 2019. Anche in quel periodo la Fed stava attuando un QT per ridurre il proprio bilancio, anche se questo aveva portato ad un aumento dei tassi del mercato monetario overnight a partire da settembre. A fronte di questi sviluppi, la Fed ha iniziato ad iniettare liquidità nel mercato dei pronti contro termine, in quello che è stato definito «QE stealth» («QE furtivo») e poco dopo ha deciso di porre fine al programma. La recente impennata del bilancio della Fed è stata quindi interpretata come il primo passo verso la fine del QT e non solo del ciclo di rialzo dei tassi.



Fonte: Bloomberg

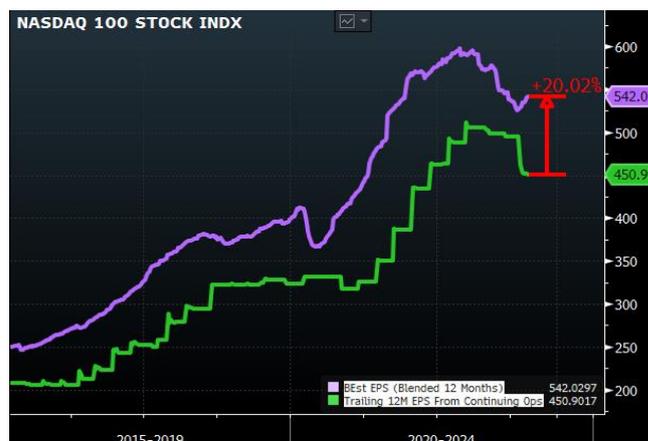


Fonte: Bloomberg

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Il rally delle asset class rischiose è stato innescato dalla mancanza di notizie negative, dalla possibilità che non si verificano ulteriori rialzi, nel caso in cui alla crisi bancaria segua una contrazione del credito, da tassi di mercato molto più bassi e dall'espansione del bilancio della Fed. L'insieme di questi fattori ha portato a ritenere che i tassi e l'inflazione non potranno che scendere da questo momento in poi.

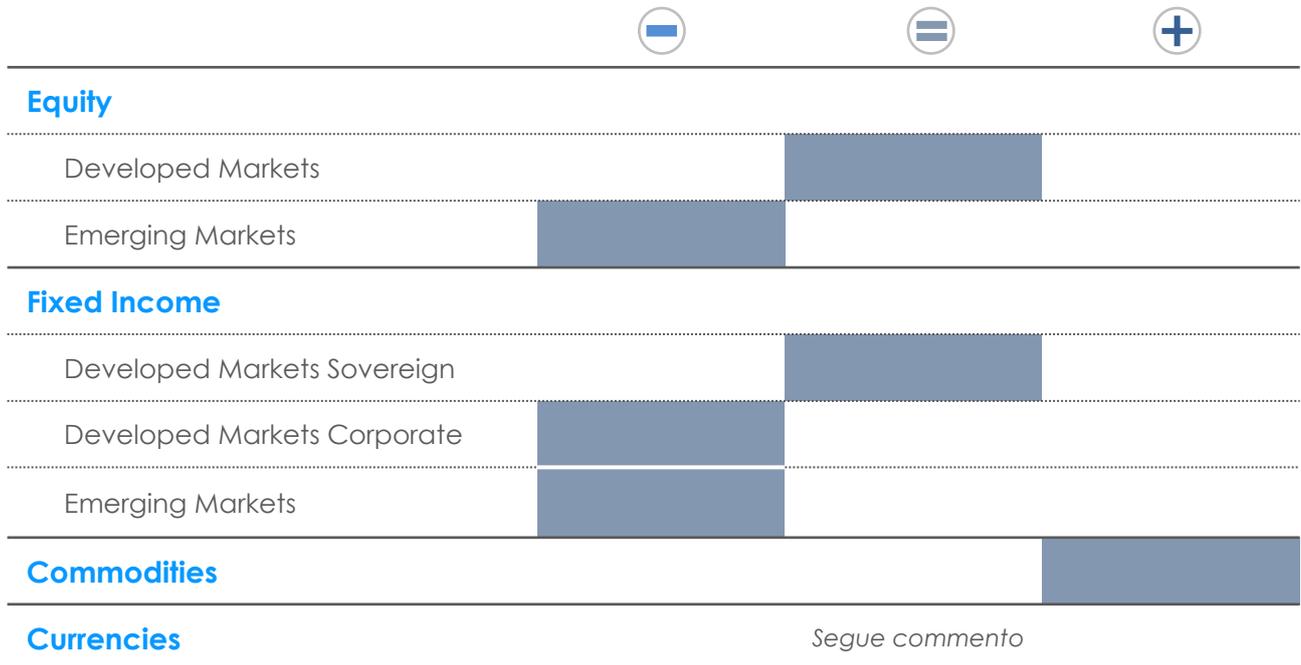
Come se nulla fosse, tutti i principali mercati azionari sono attualmente scambiati a livelli pari o superiori a quelli precedenti all'inizio della crisi bancaria statunitense e al crollo di Credit Suisse. Come se non bastasse, le previsioni sugli EPS sono in aumento da marzo, nonostante le dichiarazioni delle Banche Centrali e di numerosi economisti secondo cui la probabilità di una recessione è notevolmente più alta oggi rispetto a un mese fa.

Le società growth, più sensibili ai tassi d'interesse, hanno guidato l'impennata. La sostenibilità di questo rally si vedrà nelle prossime settimane. In questa sede ci limitiamo a sottolineare che l'attuale P/E del Nasdaq è pari a 29, uno dei livelli più alti di sempre, se si esclude il periodo 2020-2021, quando gli utili erano compressi a causa dei lockdown, o la bolla del 2000. È relativamente normale che il P/E calcolato in base agli utili attuali (quelli dei 12 mesi precedenti) e non a quelli prospettici (quelli previsti per i 12 mesi successivi) sia più alto della media durante i periodi di recessione, perché il denominatore (E, gli utili) è temporaneamente compresso. È vero anche il contrario. La combinazione di multipli P/E elevati basati su utili correnti insolitamente alti dovrebbe essere interpretata come un campanello d'allarme. L'attuale P/E di 29 non solo è storicamente elevato, ma è anche calcolato su un periodo, il 2022, in cui le aziende hanno realizzato profitti record grazie a un'economia che è cresciuta molto più velocemente della media, al punto che nemmeno l'aumento dei tassi più rapido degli ultimi decenni è riuscito a rallentarla.

Il mercato ora non si preoccupa di questo rischio e si concentra invece sul multiplo sugli utili previsti, che è a un livello più «accettabile» pari a 24. Tuttavia, 24 è ottenuto sulla base delle proiezioni che prevedono un aumento degli utili del 20% nei prossimi 12 mesi rispetto agli utili attuali. Si tratta di ipotesi forse un po' troppo ottimistiche, considerando che l'inflazione dovrebbe diminuire (non sostenendo più la crescita nominale degli EPS) e che l'economia potrebbe passare da eccezionalmente forte a più debole (o molto più debole).

L'esperienza passata dimostra che il mercato può credere temporaneamente a una realtà diversa (e sempre più rosea) rispetto a quella reale, come è accaduto di recente nel 2021, quando la minaccia dell'inflazione e la conseguente necessità di aumentare i tassi sono state trascurate sia dalle Banche Centrali che dal mercato. Poiché ora l'attenzione sembra concentrarsi solo sulla liquidità (l'unico parametro che sta salendo e a cui i rialzisti possono aggrapparsi, dato che i tassi sono ancora a livelli elevati, in particolare nella parte breve delle curve), è possibile che questa tendenza rialzista persista fino a quando la prossima notizia negativa non costringerà a un nuovo repricing.

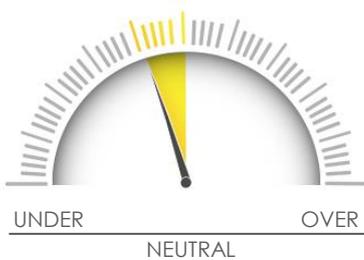
Asset Allocation View



⊖ UNDER ⊕ NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



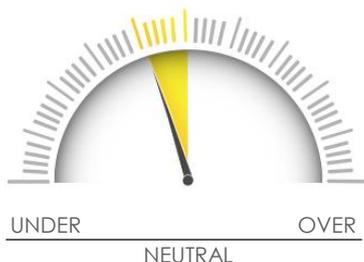
View portata a **leggero sottopeso**. Dopo aver scongiurato il rischio di un immediato allargamento della crisi bancaria, il mercato è rimbalzato in reazione a un posizionamento di estremo ribasso, sulla base dell'aspettativa che le Banche Centrali si stiano avvicinando alla fine del ciclo di rialzo dei tassi e dell'espansione di bilancio della Fed, come discusso nel prologo. In assenza di notizie negative nel breve termine, l'attuale trend rialzista potrebbe avere ancora spazio per continuare, ma rimaniamo cauti nel medio termine perché il mercato non sembra aver scontato completamente i rischi di un rallentamento.

US ⊕

Europe ⊕

Japan ⊕

Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Da un lato, i Paesi Emergenti potrebbero essere maggiormente penalizzati in caso di stretta creditizia globale e/o di rallentamento, un'eventualità che non si può ancora escludere. D'altro canto, continuano a trattare a multipli molto più bassi rispetto ai Paesi Sviluppati. Tra i Paesi Emergenti, siamo relativamente più positivi sull'Asia ex Giappone, considerando che i dati di sentiment sulla Cina suggeriscono un'accelerazione della crescita economica.

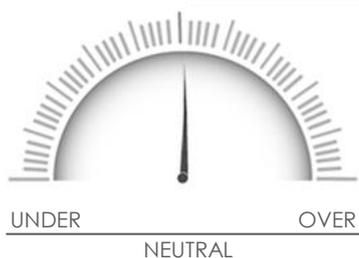
Asia ex-Japan ⊕

EEMEA ⊖

LATAM ⊕

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Con gli aumenti dei tassi annunciati durante le riunioni di marzo, le Banche Centrali potrebbero aver completato o essere molto vicine a completare il loro ciclo di aumenti dei tassi. In tal caso, i tassi d'interesse potrebbero rimanere nella stessa fascia anche in futuro.

EU Core



EU Periphery



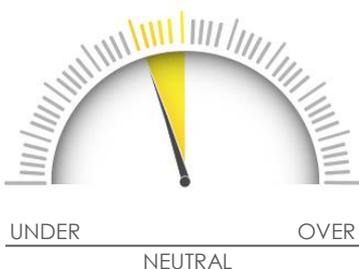
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View portata a **leggero sottopeso**. A parte gli AT1 Europei dopo il crollo di Credit Suisse, le obbligazioni societarie non hanno registrato un forte allargamento degli spread di credito, ma sono tornate ai livelli di inizio anno, escludendo i rischi aggiuntivi derivanti dalla crisi bancaria. Siamo più costruttivi sulle obbligazioni societarie investment grade rispetto a quelle high yield.

IG Europe



IG US



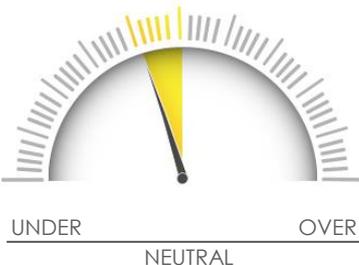
HY Europe



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 stretta creditizia 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. Inoltre, riteniamo che ci sia spazio per un rimbalzo dopo che altre materie prime hanno subito una forte correzione a causa dei timori di un'imminente recessione, in particolare sulle materie prime energetiche dopo il taglio a sorpresa della produzione da parte dell'OPEC.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale**, ma con un **orientamento ribassista**. Dopo l'ultima riunione della FOMC, sembra probabile che il ciclo di rialzo dei tassi della Fed sia giunto al termine, o che ci sarà solo un altro rialzo dei tassi, mentre ad altre Banche Centrali potrebbe essere chiesto di continuare. Questo potrebbe portare a una riduzione del differenziale dei tassi statunitensi rispetto al resto del mondo, con implicazioni negative per il dollaro.

Euro: view **neutrale**, ma con un **orientamento rialzista**. I dati sull'inflazione che continuano a sorprendere al rialzo in Europa e 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 mantenuta **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.