

6 NOVEMBRE 2023

# Consulenza Evoluta

Panoramica settimanale  
sui mercati



STRATEGIE SU MISURA  
DEL CLIENTE



PARTECIPAZIONE ATTIVA  
ALLE SCELTE



DECISIONI STRATEGICHE  
E TATTICHE



MONITORAGGIO  
CONTINUO

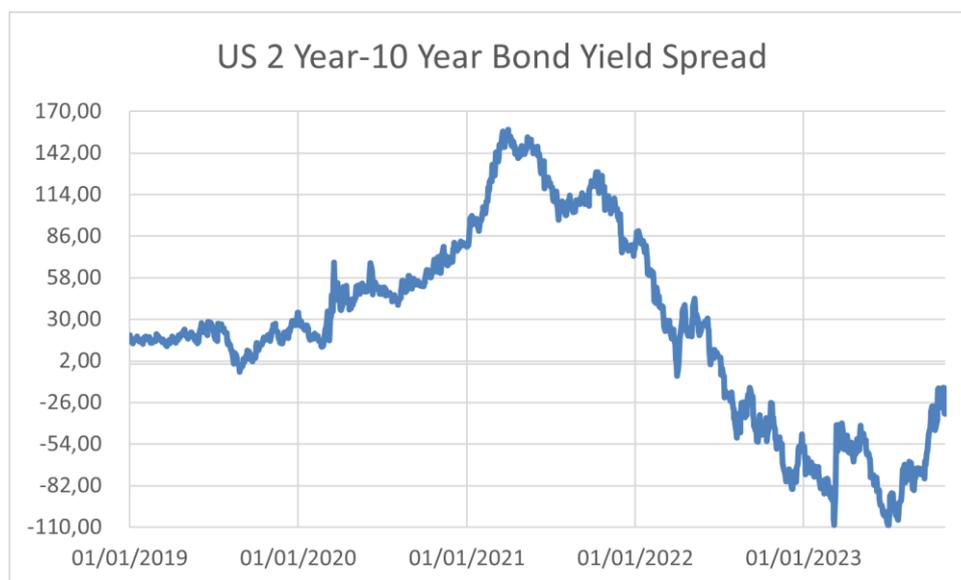


LUNEDÌ 6 NOVEMBRE 2023

## La settimana d'oro dei tassi

Si è cercato più volte di trovare le cause alla base dei rialzi dei rendimenti obbligazionari nelle ultime settimane, dove, a fronte di una parte a breve della curva piuttosto stabile, abbiamo assistito a un sell-off nel tratto medio lungo accompagnato da un notevole irripidimento della stessa. Diversi driver hanno contribuito a questo movimento, a partire dai dati macro più forti del previsto (soprattutto per l'economia americana) per finire alla retorica aggressiva della Fed di tassi "più alti più a lungo".

Pensiamo, tuttavia, che un altro elemento sia entrato in gioco negli ultimi tempi e sia stato particolarmente interessante e ci riferiamo in particolare all'emissione di titoli governativi: con un deficit fiscale USA di circa 2 trilioni di dollari e un quantitative tightening da parte della Fed (mancati reinvestimenti dei titoli in scadenza equivalenti a vendite nette) che viaggia al ritmo di 60 mld di \$ al mese, il mercato ha dovuto assorbire una grande quantità di offerta, con l'ultimo trimestre che ha visto un notevole incremento nell'emissione di titoli a più lunga scadenza.





Per questo motivo in settimana c'è stato un evento che ha assunto un'importanza quasi pari a quella della riunione della Fed, ovvero il QRA (quarterly refunding announcement, l'annuncio delle emissioni per il finanziamento trimestrale del tesoro USA). Il Tesoro ha infatti annunciato che per il prossimo trimestre le emissioni saranno inferiori di circa 80 mld \$ rispetto al precedente, grazie un gettito fiscale più elevato del previsto. L'aspetto ancor più interessante nell'annuncio è stata la composizione delle emissioni, laddove si è passati da una precedente comunicazione in cui l'incremento nell'offerta di "duration" (titoli a lunga scadenza) era stato di 160 mld di \$, ad una in cui l'aumento si è ridotto ad appena 10 mld, con una significativa riduzione di offerta di obbligazioni a più lunga scadenza.

Questo squilibrio tra domanda e offerta nella parte a lunga scadenza ha causato l'aumento dei premi a termine richiesti dal mercato e indotto il tesoro a indirizzare le emissioni più sul tratto a breve (t-bills), meno sensibili alle oscillazioni dei term premia. In altre parole, un supporto tecnico alla parte a lungo termine della curva.

È presto per fare previsioni, ma i dati preliminari (vedi ISM manifatturiero in settimana) del quarto trimestre sono stati più deboli del previsto: una combinazione di dati macro in rallentamento, un contesto dal lato dell'offerta più supportivo e infine una Fed più cauta (i tassi si possono considerare al picco?) possono offrire un valido sostegno ai Treasury USA e ridurre la volatilità sui tassi da qui a fine anno. Volatilità che è stata anche la principale causa degli allargamenti degli spread e la cui riduzione può contribuire a supportare il credito in tutte le sue forme, in particolare quello societario Investment Grade (IG).





## Inflazione in frenata nell'Eurozona

La stima flash dell'inflazione dell'Eurozona rilevata nel mese di ottobre ha segnato un brusco calo al 2.9% su base annuale ed ha sorpreso al ribasso le stime: nonostante l'obiettivo Bce del 2% non sia ancora stato centrato, ora è visibile all'orizzonte.

È doveroso premettere che la frenata è stata dovuta anche ad un fattore tecnico di natura statistica, ovvero legato al mese di riferimento: è uscita dal computo dell'inflazione annuale la rilevazione di ottobre 2022, mese in cui era stata registrata l'inflazione più alta dagli anni '80 (10.6% su base annua).

Rispetto ad un anno fa, in cui erano stati i prezzi dell'energia (in particolare il gas) e i generi alimentari a far volare l'inflazione nell'Eurozona, ora sono proprio queste due componenti a dare il maggior contributo per la discesa dei prezzi.

Più vischiosa si sta dimostrando, invece, l'inflazione core, ovvero la componente che esclude prezzi alimentari ed energetici, che si è attestata ancora sopra al 4%, sostenuta soprattutto dai prezzi dei servizi.

Il dato aggregato dell'Eurozona cela, tuttavia, situazioni differenti se si considerano singolarmente i dati pubblicati per singolo Stato: le economie del blocco euro, nonostante siano tutte sottoposte ai medesimi provvedimenti di politica monetaria, non stanno reagendo in maniera omogenea. Nella lotta all'inflazione, infatti, alcuni paesi risultano più lontani dal target e hanno dati mensili ancora piuttosto elevati (come, ad esempio, la Francia) mentre per altri, come l'Italia, è la prima volta in più di due anni in cui viene rilevata una crescita annuale dei prezzi inferiore al 2%.

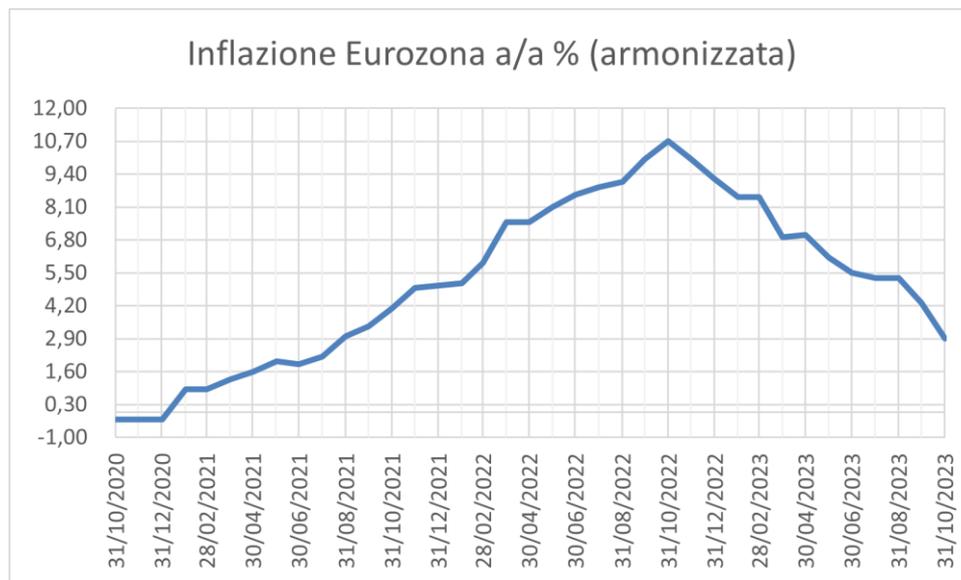
Il percorso di ritorno alla stabilità dei prezzi, effettuato con l'innalzamento dei tassi da parte della Bce, sta generando l'effetto auspicato su famiglie e imprese attraverso il canale dei prestiti.

Le economie dell'Eurozona stanno così leggermente rallentando: il Prodotto Interno Lordo del blocco euro è sceso allo 0.1% nel terzo trimestre 2023, evitando comunque la stagnazione.





Inflazione headline in mercato calo, pressioni inflazionistiche in forte diminuzione ed economie in rallentamento è proprio la combinazione che la Banca Centrale Europea vuole vedere per vincere la battaglia contro l'inflazione e porre fine alla politica monetaria restrittiva



## Powell tiene i tassi fermi: positività sui mercati

Al Federal Open Market Committee di mercoledì 1° novembre, la Federal Reserve, come già preannunciato, ha decretato, per la seconda volta consecutiva, di mantenere i tassi d'interesse al 5,25%-5,50%, dato più alto dal 2001.

Per il presidente della Fed l'inflazione resta elevata, con un'economia cresciuta a ritmo sostenuto nel 3° trimestre. I tassi "higher for longer" probabilmente peseranno sull'attività economica, le assunzioni e l'inflazione ma "la recessione non è ancora un'ipotesi presa in considerazione", aggiungendo "non pensiamo a quando tagliare i tassi, piuttosto ci domandiamo se alzarli ancora".



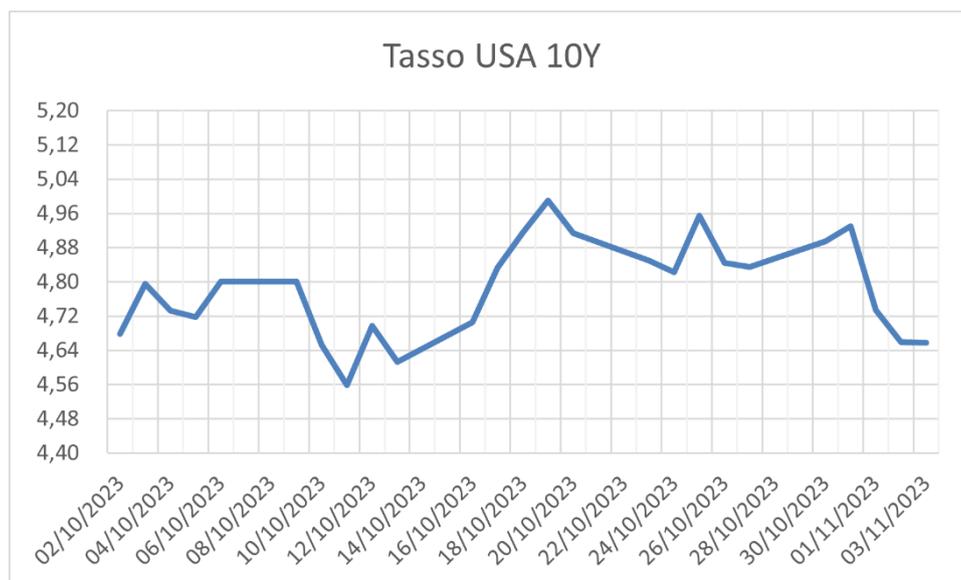


Nonostante Powell non abbia escluso altri rialzi in caso di necessità, i mercati hanno visto il bicchiere mezzo pieno, credendo che la Banca Centrale statunitense abbia raggiunto il picco o, per lo meno, quello del 2023, dato anche l'ISM manifatturiero americano uscito contestualmente sotto le attese segno di un'economia che comincia a lanciare chiari segnali di rallentamento.

Il tutto ha causato un generale sospiro di sollievo sul mercato, con i corsi azionari che hanno incominciato il mese sugli scudi e quelli obbligazionari con un calo generale dei tassi, soprattutto sulla parte più lunga della curva.

Dal FOMC di mercoledì, il rendimento del Treasury a 10 anni è difatti sceso di oltre 20 punti base in area 4,63%, ormai lontano dal picco del 5% raggiunto il 23 ottobre scorso.

Tassi lontani dal picco e in discesa, segnali di rallentamento dell'economia e Fed più "dovish" del previsto fanno tornare appetibili le scadenze più lunghe della curva americana.





Il presente documento è stato redatto dalla Funzione Wealth Management della Banca del Piemonte esclusivamente a scopo informativo e non costituisce in alcun modo consulenza in materia di investimenti o ricerca in materia di investimenti e non è, né può essere interpretato, come un documento di offerta ad acquistare, sottoscrivere o vendere alcun tipo di strumenti finanziari o di classi di strumenti finanziari; tale documento non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve e resta inteso che ogni decisione di investimento è di esclusiva competenza del cliente. Lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori; di conseguenza, le view o le strategie eventualmente contenute nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del Documento; considerata la rapidità con la quale le condizioni dei mercati mutano, esse possono non essere più valide anche dopo breve tempo. Le stesse potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia, nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse. Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.





Una tradizione di innovazione



Direzione generale  
Via Cernaia 7 - 10121 Torino



011 23 45 679  
[servizioclienti@bancadelpiemonte.it](mailto:servizioclienti@bancadelpiemonte.it)



Visita il nostro sito  
[bancadelpiemonte.it](http://bancadelpiemonte.it)



13 NOVEMBRE 2023

# Consulenza Evoluta

Panoramica settimanale  
sui mercati



STRATEGIE SU MISURA  
DEL CLIENTE



PARTECIPAZIONE ATTIVA  
ALLE SCELTE



DECISIONI STRATEGICHE  
E TATTICHE



MONITORAGGIO  
CONTINUO



LUNEDÌ 13 NOVEMBRE 2023

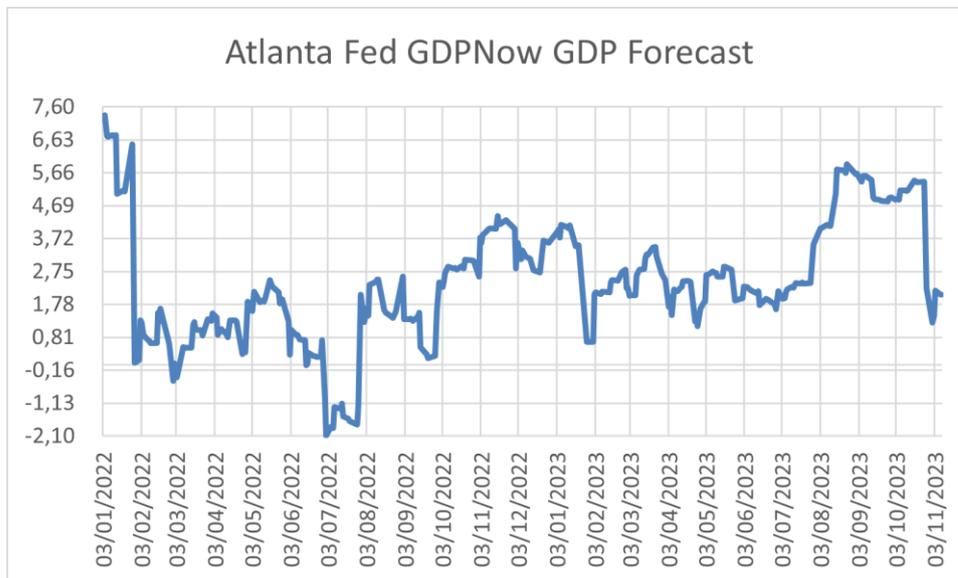
## La corsa dei tassi si è arrestata

Le ultime settimane sono state caratterizzate da un deciso rientro dei rendimenti obbligazionari che tanto aveva innervosito i mercati nei mesi precedenti. Possiamo individuare alcune motivazioni alla base di questo movimento. Innanzitutto, le indicazioni provenienti dal FOMC di novembre: Powell pur non escludendo ulteriori rialzi, ha evidenziato la pausa che la Fed può ora prendersi, atteggiamento che è stato interpretato dai mercati come molto accomodante. La banca centrale americana è passata dalla modalità «stop temporaneo dei rialzi» a quella «hold» ovvero rimanere ferma sui tassi «per un certo periodo».

Un secondo e importante driver è stata poi la revisione al ribasso del programma delle emissioni del Tesoro americano per il quarto trimestre: da 852 miliardi USD si è passati a 776 mld, meno pesante del previsto, con emissioni spostate sulla parte a breve della curva alleggerendo l'onere sul tratto a lungo termine che aveva fatto i movimenti più ampi al rialzo. Inoltre, nonostante il livello di crescita annualizzata molto forte del 4.9% registrato nel Q3, l'economia USA comincia a dare qualche segnale di indebolimento: per il quarto trimestre il modello GDPNow della Fed di Atlanta è fermo oggi all'1.2%. Infine, comincia ad attuarsi la principale condizione necessaria richiesta dalla Fed per una pausa: una creazione di posti di lavoro più debole del previsto in ottobre, con revisione al ribasso dei mesi precedenti, va nella direzione di quell'allentamento del mercato del lavoro tanto invocato.

Questi fattori supportano l'enfasi che abbiamo posto da tempo sul ruolo del debito governativo (e Corporate Investment Grade di qualità) all'interno dei portafogli, come strumento di protezione e difesa contro possibili rallentamenti dell'attività ciclica.





## **Inflazione ed economia rallentano in Europa**

In Europa una crescita decisamente più debole e il calo dell'inflazione alimentano aspettative per un taglio dei tassi da parte della BCE prima del previsto (si stima ora un taglio fra aprile e giugno 2024), portando a un deciso irripidimento della curva dei tassi (steepening). Il movimento da giugno è stato di quasi 50 bp sul tratto 2-10 anni. Anche in Europa la BCE è attesa «restare ferma», con il ciclo di rialzi verosimilmente giunto al termine. Il primo assist per questo scenario è stato fornito dall'inflazione: in Paesi come Olanda e Belgio l'inflazione è in territorio negativo (deflazione) oppure prossima allo zero, mentre in Italia è scesa al di sotto del target del 2%. Nel complesso dell'Eurozona l'inflazione headline è passata al 2.9% in ottobre, in deciso rallentamento rispetto al 4.3% del mese precedente grazie soprattutto ad un massiccio effetto base. Anche se un'inflazione core al 4.2% ancora non lascia particolarmente tranquilla la Bce, i risultati raggiunti sono molto incoraggianti sull'efficacia delle mosse di politica monetaria.

L'altro motivo che concorre a fermare la mano della Bce ha una natura macro: l'Europa è alle prese con un evidente indebolimento dell'economia, a causa dei tassi elevati e

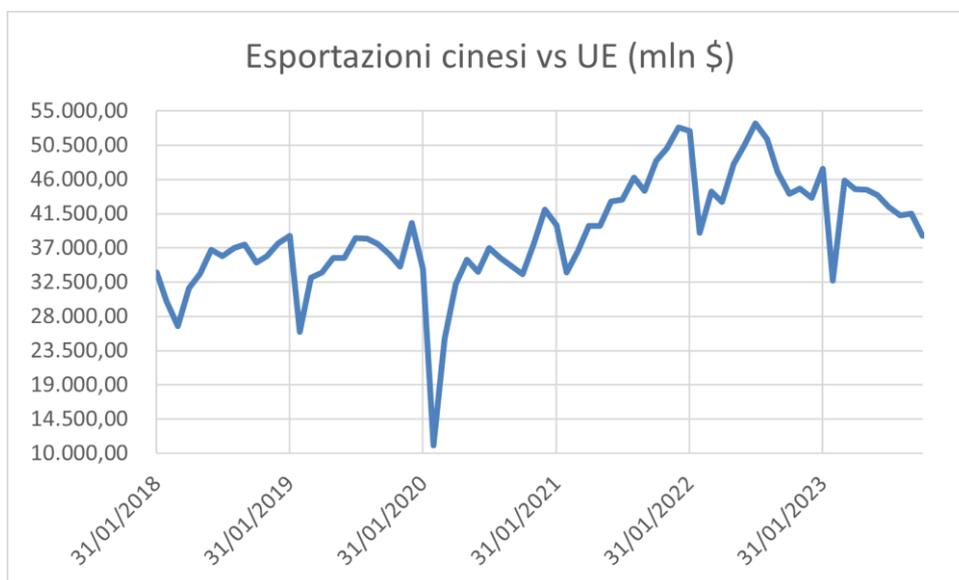




condizioni di credito molto strette, come mostrato dai leading indicator. A questi si aggiungono altri segnali di debolezza della domanda europea come la produzione industriale tedesca e dati di export sia di Cina che Taiwan vs l'Europa molto deludenti.

La bilancia commerciale cinese di ottobre ha visto import migliori delle attese, ma export peggiore, altro segnale di domanda globale debole: quello che ha colpito è stato l'export verso l'Europa, con un -5% sul mese, mentre la forza dell'import è un segnale più costruttivo per lo stato della domanda interna e della principale economia asiatica. Ha sorpreso negativamente anche l'export di Taiwan a ottobre (-5% mese su mese dopo un -7%), dove ancora una volta la debolezza della domanda europea ha fatto da catalizzatore con un -18% mese su mese.

In altre parole, le indicazioni che arrivano anche dall'estero sulla domanda interna dell'Europa sono piuttosto negative e fanno propendere per un mercato rallentamento dell'attività nei prossimi trimestri.





## Prospettive sull'obbligazionario

Rallentamento economico e inflazione che torna progressivamente sotto controllo sono elementi di supporto per i titoli governativi nel complesso, soprattutto europei.

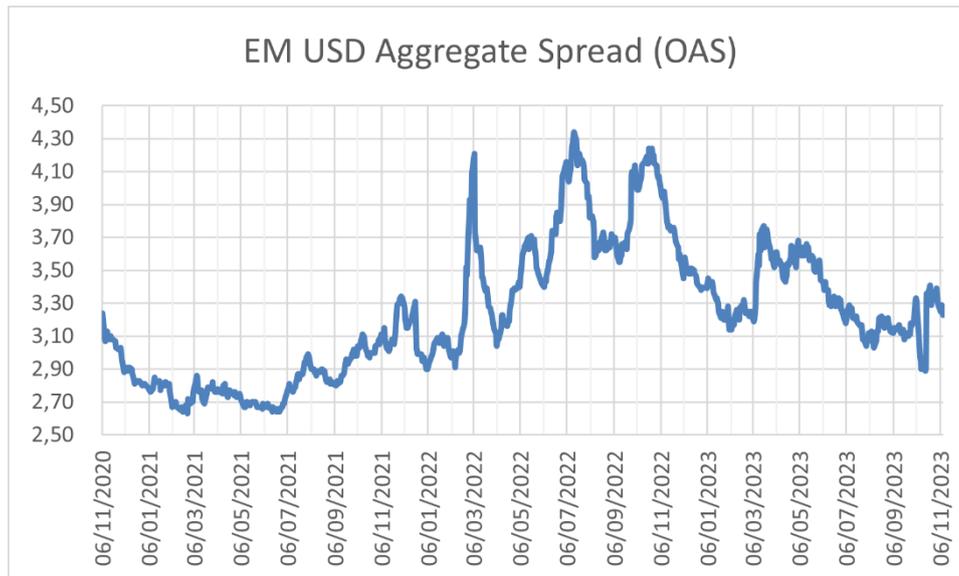
Il nostro orientamento difensivo continua a portare a un posizionamento neutrale sulle obbligazioni corporate Investment Grade, con un focus maggiore su quelle di più alta qualità. Le obbligazioni governative, più difensive e liquide, oltre al carry restano la protezione più efficace contro una recessione, ovvero uno shock sull'economia causato dalla persistenza dei tassi su livelli elevati.

In prospettiva restiamo prudenti sulla componente più speculativa del comparto obbligazionario (High Yield) alla luce della revisione al rialzo delle stime sul tasso di insolvenza e del rallentamento ciclico in corso, soprattutto in Europa: la volontà è quella di consolidare almeno in parte la robusta performance realizzata dall'asset class negli ultimi 12 mesi (+12.5% per l'HY Europeo e +11% per quello USA in dollari).

Infine, con il trend di restringimento degli spread sul debito emergente USD (in valuta forte) in corso da quasi un anno, le valutazioni (OAS, Option Adjusted Spread) si trovano ora sulla media storica di lungo termine, in un'area di neutralità. La forza del dollaro suggerisce un ritorno ad un posizionamento più neutrale sul debito emergente in HC, prendendo profitto sulla valuta.

I numeri confermano l'atteggiamento più cauto: nell'ultimo anno si registra una netta sovraperformance del comparto EM Bond Aggregate USD nei confronti del segmento U.S. Treasury 5-7 anni (il debito USA di pari duration), suggerendo una preferenza relativa (più difensiva) orientata sul debito governativo.





Il presente documento è stato redatto dalla Funzione Wealth Management della Banca del Piemonte esclusivamente a scopo informativo e non costituisce in alcun modo consulenza in materia di investimenti o ricerca in materia di investimenti e non è, né può essere interpretato, come un documento di offerta ad acquistare, sottoscrivere o vendere alcun tipo di strumenti finanziari o di classi di strumenti finanziari; tale documento non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve e resta inteso che ogni decisione di investimento è di esclusiva competenza del cliente. Lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori; di conseguenza, le view o le strategie eventualmente contenute nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del Documento; considerata la rapidità con la quale le condizioni dei mercati mutano, esse possono non essere più valide anche dopo breve tempo. Le stesse potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia, nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse. Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.





Una tradizione di innovazione



Direzione generale  
Via Cernaia 7 - 10121 Torino



011 23 45 679  
[servizioclienti@bancadelpiemonte.it](mailto:servizioclienti@bancadelpiemonte.it)



Visita il nostro sito  
[bancadelpiemonte.it](http://bancadelpiemonte.it)



20 NOVEMBRE 2023

# Consulenza Evoluta

Panoramica settimanale  
sui mercati



STRATEGIE SU MISURA  
DEL CLIENTE



PARTECIPAZIONE ATTIVA  
ALLE SCELTE



DECISIONI STRATEGICHE  
E TATTICHE



MONITORAGGIO  
CONTINUO



LUNEDÌ 20 NOVEMBRE 2023

## **Mercato scommette sulla fine della stretta monetaria**

Alla fine, il market mover tanto atteso è arrivato provocando un effetto dirompente: ad ottobre l'inflazione headline negli Stati Uniti è scesa dal 3.7% al 3.2%, più delle attese ferme al 3.3%. Anche il dato core ha battuto in meglio le stime, attestandosi al 4% rispetto al 4.1% atteso. Pur essendo ancora lontani dall'obiettivo del 2% della Fed i mercati hanno reagito con furore, focalizzandosi sul trend al ribasso dell'inflazione. Il mercato scommette senza mezzi termini sulla fine della stretta monetaria della Fed, tanto che le proiezioni dei tassi (mercato dei futures) non solo hanno cancellato qualsiasi probabilità di rialzo dei tassi a dicembre, ma hanno anticipato notevolmente il primo taglio del costo del denaro, fino ad andare a scontare ribassi complessivi di 100 bp (4 tagli da 25) entro la fine del 2024.

Del resto, la reazione dei vari asset non lascia spazio ad altre interpretazioni: la prospettiva di tagli dei tassi da parte della Fed ha indebolito immediatamente il dollaro (l'euro è salito dell'1.5% in direzione di 1.09 contro \$, e un euro più forte contribuisce anche al processo di disinflazione dell'Eurozona), i rendimenti obbligazionari sono calati in maniera evidente nonché omogenea su tutte le scadenze (sia per i Treasury che per i bond europei) in corrispondenza dei minimi degli ultimi due mesi, mentre le borse hanno accentuato la loro corsa al rialzo.

I dati macro dal canto loro hanno sottolineato un graduale rallentamento economico, rafforzando l'ipotesi che la Fed metterà fine alla sua campagna di rialzi dei tassi e aiutando la discesa dei tassi (il rendimento a 2 anni USA ha raggiunto i minimi da agosto in area 4.8%).

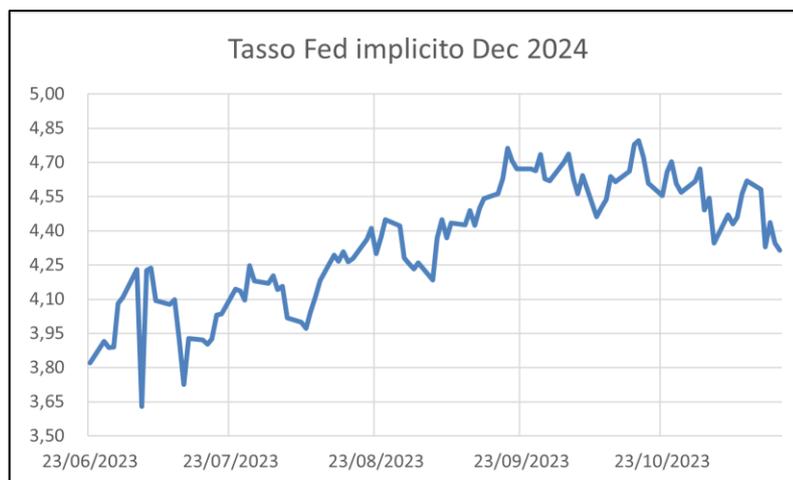
Le richieste "continue" di sussidi per la disoccupazione sono saliti al livello più alto degli ultimi 2 anni, riflettendo le crescenti sfide e difficoltà che i lavoratori disoccupati stanno affrontando per trovare un nuovo lavoro. La produzione industriale è scesa più delle attese, mostrando in larga misura un arretramento dell'attività legato allo sciopero presso le case automobilistiche e fornitori di componentistica.





Sostanzialmente i ritardi con cui agisce la politica monetaria stanno impattando l'economia reale adesso, dai costi degli input alla produzione industriale fino al mercato del lavoro. Progressivamente la battaglia si sposterà dall'inflazione al cercare di preservare la crescita economica e di evitare la recessione.

Piuttosto la questione è ora semmai quella di capire se questo tipo di dati macro "amichevoli" per la Fed (e finora per i mercati) continueranno a fornire uno slancio rialzista per le borse attraverso aspettative di un soft landing, oppure finiranno per causare timori di una recessione più profonda spostando le attese verso uno scenario di hard landing, negativo per i mercati azionari.



## La geopolitica e il mercato azionario cinese

I mercati azionari cinesi hanno avuto delle performance più che positive in settimana, sovraperformando non solo i mercati emergenti, ma anche i principali mercati sviluppati.

Dal punto di vista macroeconomico si registrano alcune conferme, come la crescita della produzione industriale al 4.60% sull'anno, e alcune novità come la progressione annuale delle vendite al dettaglio al 7.60%, superiore al dato precedente (5.5%) e alle aspettative (7.0%).

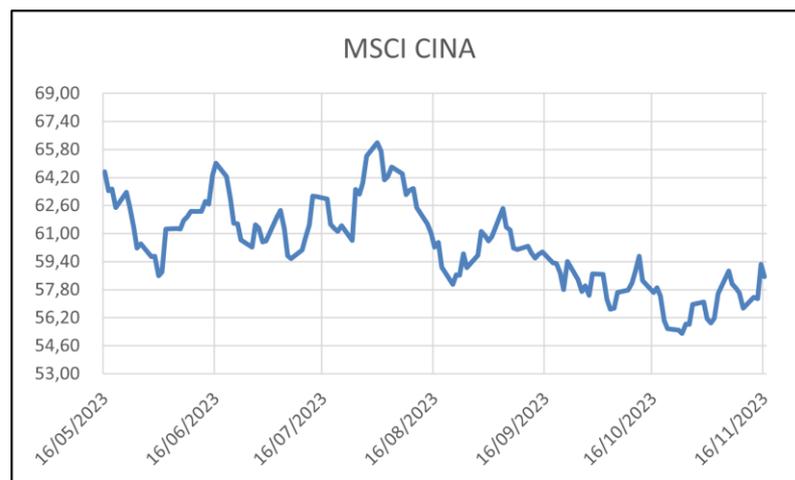




Quest'ultimo è un dato che riveste una certa importanza perché, se verificato, porrebbe le basi per una ripresa dei consumi che ancora stentavano a riprendersi dopo le chiusure legate al Covid.

La vera notizia, però, che ha fatto scattare al rialzo i mercati finanziari è legata alle relazioni politiche internazionali, ovvero l'incontro tra Xi Jinping e Joe Biden che ha portato una ventata di ottimismo tra gli investitori. L'interruzione del dilago tra i due presidenti era stato l'epilogo di un periodo di relazioni politiche ma soprattutto economiche molto difficili, accompagnate da diverse azioni di boicottaggio reciproco sia sui mercati finanziari (minaccia di delisting delle azioni cinesi dai mercati americani) sia economici (esclusione dei player cinesi dalle gare sul 5G), unito al movimento di re shoring delle attività produttive in occidente in un'ottica di accorciamento delle catene del valore per ovviare alle interruzioni di produzione causate dal Covid. Una normalizzazione delle relazioni politiche, alle quali si accompagnano di norma anche quelle economiche, avrebbe di sicuro un effetto positivo su entrambe le economie.

Che si tratti di un fuoco di paglia o di una inversione di rotta è ancora presto per dirlo, ma di sicuro è una conferma di quale sia l'aspetto più importante da monitorare per cercare di decifrare l'andamento futuro degli investimenti in Cina.





## **Trimestrali europee: tra rallentamento ciclico e spinta al rialzo**

È quasi volta al termine la stagione autunnale delle trimestrali europee, con la maggior parte delle aziende che hanno già pubblicato i loro conti.

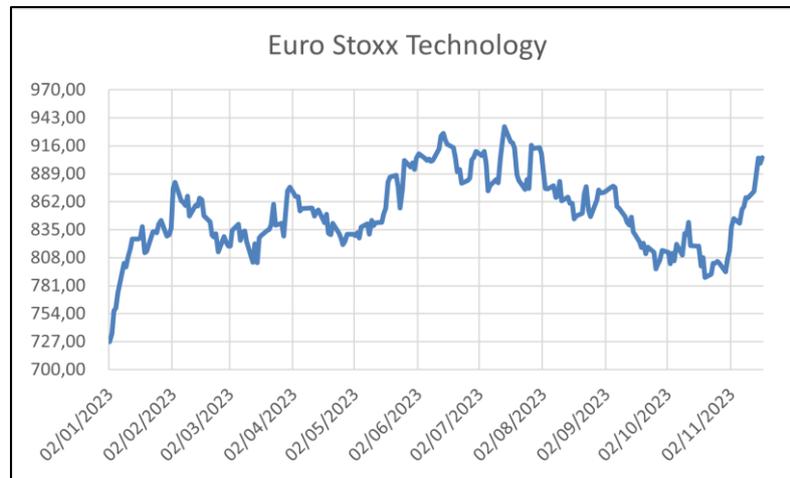
La sorpresa è stata generalmente negativa sia sugli utili che sul fatturato: i risultati relativi al terzo trimestre del 2023 provenienti dalle aziende dell'eurozona (se si guarda al dato aggregato) hanno presentato risultati deboli, dando supporto ai dati macroeconomici "anticipatori del ciclo" - osservati speciali per capire la direzione in cui si sta muovendo un'economia - che indicano una generale debolezza dell'attività dell'eurozona già da qualche mese. L'indice PMI sia manifatturiero che dei servizi riferito al mese di ottobre, ad esempio, si è fermato ben al di sotto della soglia del 50 e vicino ai minimi storici ad indicare una contrazione dell'attività economica dell'eurozona.

I risultati dell'earning season, tuttavia, sono stati accolti positivamente dai mercati contribuendo a dare slancio ai principali indici europei. Per comprenderne le motivazioni dobbiamo scendere più nel dettaglio della reportistica trimestrale, vista la dispersione che ha caratterizzato la recente pubblicazione: i settori ciclici, primi fra tutti gli industriali ma anche i materiali di base, hanno presentato conti inferiori alle attese in accordo con gli indicatori macro.

Dall'altro lato abbiamo la consistente sorpresa positiva generata da due settori: finanziario e tecnologico. Le banche, beneficiando del ritorno del margine d'interesse e della profittabilità del loro core business, hanno presentato risultati largamente positivi e impresso un bello slancio agli indici europei, tipicamente sovrappesati di finanziari. Sorprese positive anche per gli utili del settore tecnologico trainato dalla ripresa dei semiconduttori.

Risultati delle trimestrali europee in chiaro scuro, quindi, ma con l'azionario che sembra già guardare oltre ai risultati trimestrali dei settori ciclici ben poco brillanti, ai dati macro deboli e ai tassi ancora elevati.





Il presente documento è stato redatto dalla Funzione Wealth Management della Banca del Piemonte esclusivamente a scopo informativo e non costituisce in alcun modo consulenza in materia di investimenti o ricerca in materia di investimenti e non è, né può essere interpretato, come un documento di offerta ad acquistare, sottoscrivere o vendere alcun tipo di strumenti finanziari o di classi di strumenti finanziari; tale documento non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve e resta inteso che ogni decisione di investimento è di esclusiva competenza del cliente. Lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori; di conseguenza, le view o le strategie eventualmente contenute nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del Documento; considerata la rapidità con la quale le condizioni dei mercati mutano, esse possono non essere più valide anche dopo breve tempo. Le stesse potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia, nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse. Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.





Una tradizione di innovazione



Direzione generale  
Via Cernaia 7 - 10121 Torino



011 23 45 679  
[servizioclienti@bancadelpiemonte.it](mailto:servizioclienti@bancadelpiemonte.it)



Visita il nostro sito  
[bancadelpiemonte.it](http://bancadelpiemonte.it)



27 NOVEMBRE 2023

# Consulenza Evoluta

Panoramica settimanale  
sui mercati



STRATEGIE SU MISURA  
DEL CLIENTE



PARTECIPAZIONE ATTIVA  
ALLE SCELTE



DECISIONI STRATEGICHE  
E TATTICHE



MONITORAGGIO  
CONTINUO



LUNEDÌ 27 NOVEMBRE 2023

## Timori di eccesso di offerta per i bond europei

In una settimana priva di particolari dati macroeconomici, tra gli operatori sul mercato obbligazionario ha prevalso negli ultimi giorni la preoccupazione in merito ad un possibile aumento dell'offerta di titoli proprio nel momento in cui l'economia europea continua a mostrare segnali di rallentamento.

I tassi europei sono infatti saliti in reazione alla notizia che la Germania sospenderà nuovamente, per il quarto anno consecutivo, il limite al debito: il governo del cancelliere Olaf Scholz è stato obbligato ad una radicale revisione del budget da una decisione della Corte costituzionale tedesca che obbliga a conteggiare nel debito 60 miliardi di euro, originariamente stanziati per esigenze emergenziali dovute al Covid ma poi inutilizzati e destinati a un fondo per la transizione energetica. Quest'ultimo utilizzo obbliga a conteggiare nel debito pubblico i fondi in questione essendo venuta meno la natura emergenziale degli stessi: in questo modo il debito salirà, con conseguenza non solo contabili, ma anche effettive sia sul mercato delle obbligazioni (con probabile offerta più alta del previsto) che sui prossimi negoziati per il Patto di Stabilità nell'UE.

Il rialzo dei rendimenti dei decennali tedeschi ha finito per contagiare anche altri comparti core governativi europei e interrotto la discesa dei tassi in atto da qualche settimana. A questo si sono aggiunti anche commenti più da "falco" da parte di esponenti della Bce, secondo cui non solo è pericoloso allentare troppo presto, ma è controproducente fino a che la crescita dei salari resta sostenuta.

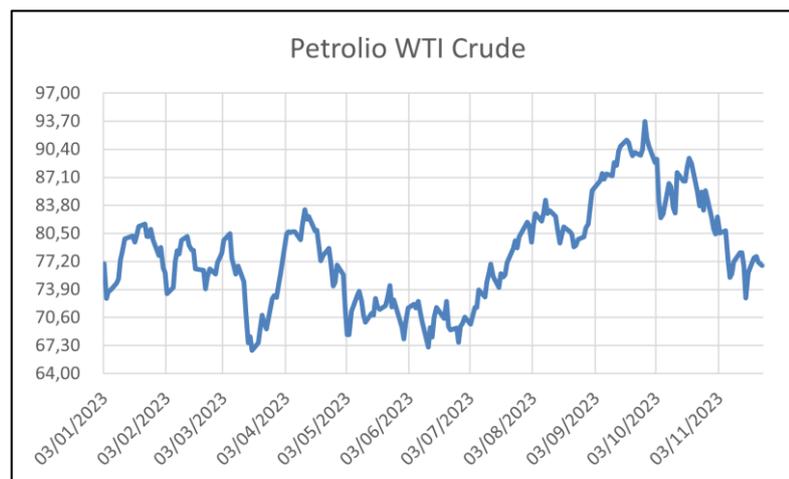
Tutto questo mentre le indagini sull'attività economica in Europa continuano a mostrare crescenti probabilità di recessione nell'area euro. L'indice PMI composito, nonostante un rialzo rispetto al mese precedente superiore alle attese si è confermato a novembre nuovamente in territorio di contrazione (a 47.1 vs prec. 46.5), segnando per il sesto mese consecutivo un valore inferiore al fatidico livello di 50 che indica espansione. Più che l'inizio di un periodo di riaccelerazione, l'Eurozona sembra che stia sperimentando un periodo recessivo meno profondo.





Altra piccola benzina per i tassi sono stati i sussidi di disoccupazione settimanali in USA, tornati a calare così come il monte totale dei percettori, insieme alle ulteriori revisioni al rialzo delle attese di inflazione emerse dal sondaggio sulla fiducia dei consumatori USA di novembre. La reazione con la salita dei tassi mostra il livello di nervosismo e di sensibilità presente in questo momento sul mercato dopo il rally dei bond di queste ultime settimane.

Infine, si segnala la prosecuzione del calo del petrolio: in questo caso l'origine sarebbe da ricercare in un possibile contrasto all'interno dell'OPEC+ che ha obbligato il cartello a rinviare di qualche giorno l'incontro previsto a breve. Il disaccordo coinvolgerebbe l'Arabia Saudita e alcuni paesi dell'Africa sulla disponibilità a consentire ulteriori tagli alla produzione per sostenere il prezzo, che in settimana ha visto oscillazioni giornaliere negative arrivate fino a 4\$ al barile. Un petrolio meno forte calmerebbe le pressioni sui tassi.



## Rating Moody's sull'Italia

Venerdì scorso, dopo la chiusura dei mercati, l'agenzia di rating Moody's ha rinnovato il suo giudizio in merito all'Italia: Baa3 con outlook stabile, lasciando il Bel Paese all'ultimo gradino dell'Investment Grade ma migliorando l'outlook da negativo a stabile.

Il giudizio di Moody's è seguito a quello delle altre agenzie di rating ma era particolarmente atteso per via proprio dell'outlook negativo: nel caso in cui il giudizio





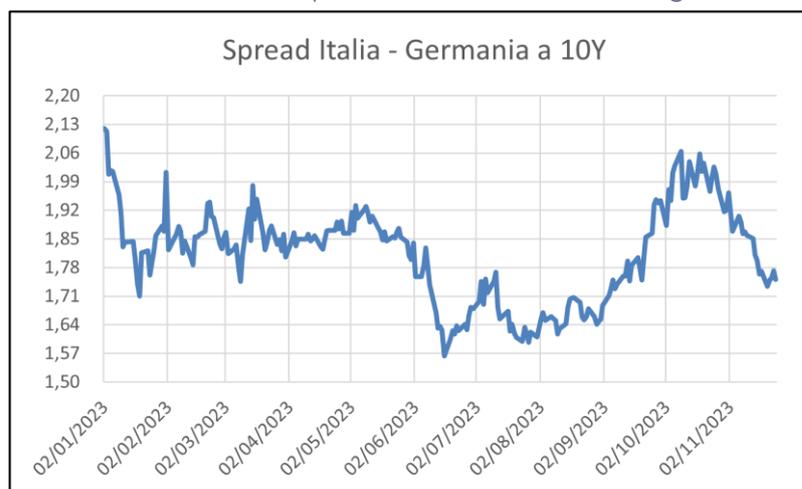
fosse stato abbassato, questo avrebbe portato l'Italia al livello speculativo di non investment grade.

I motivi del miglioramento dell'outlook da parte di Moody's sono stati dettati in primis dalla "stabilizzazione delle prospettive per la solidità dell'economia, alla robustezza del settore bancario e alle dinamiche del debito". Attribuito anche un importante ritorno positivo al Piano di Ripresa e Resilienza e alla diminuzione delle problematiche legate alla crisi energetica.

Secondo l'agenzia di rating non si sono verificate le condizioni che l'avrebbero spinta al taglio del rating come «un indebolimento significativo dell'economia e della forza finanziaria», un minore impegno da parte del Governo «di implementare il Pnrr», il «ritorno di una crisi energetica» e «segnali di un significativo aumento della dinamica del debito». Questi temi rimangono ancora sotto osservazione ma nel periodo preso in esame non si sono verificati.

I mercati hanno reagito ovviamente in maniera positiva al giudizio di Moody's senza, tuttavia, grosse sorprese: la spinta positiva alla buona performance dei Titoli di Stato italiani con conseguente diminuzione dello spread, è stata anche contrastata dall'innalzamento del prezzo delle materie prime che ha agito in senso opposto.

Sospiro di sollievo, quindi, fino alla primavera in cui ci sarà una nuova tornata di giudizi da parte delle agenzie di rating con un occhio di riguardo al medio periodo per il quale rimane l'incognita della riduzione dell'importante mole di debito governativo italiano.





## Oro: superata nuovamente quota 2000 \$/oncia

Circa tre settimane dopo i massimi di fine ottobre/inizio novembre, l'oro è tornato a superare la soglia psicologica dei 2.000 dollari per oncia nelle giornate di martedì e mercoledì, andando a chiudere la settimana sui 1993 \$/oncia.

Gli ultimi dati sull'inflazione negli Stati Uniti hanno rafforzato le aspettative del mercato secondo cui nel prossimo anno si verificherà un atterraggio morbido in stile "Goldilocks", con la Federal Reserve in grado di allentare la politica monetaria nonostante un mercato del lavoro relativamente forte.

In un simile scenario, l'oro non tende a sovraperformare. Storicamente, tende a farlo sia in un contesto di recessione con tassi di interesse bassi e in calo ed elevata incertezza, sia in un contesto di surriscaldamento economico con inflazione elevata e in aumento.

Guardando all'anno prossimo, tuttavia, ci sono almeno tre fattori che potrebbero aiutare l'oro a mantenere il suo splendore, anche nel caso di un "soft-landing".

Le Banche Centrali hanno manifestato l'intenzione di aggiungere oro alle loro riserve, in primis la Banca Centrale cinese che lo sta facendo da inizio anno (181 tonnellate YTD) e ha ancora spazio farlo.

Inoltre, il deleveraging immobiliare in corso in Cina, che pesa sull'economia del Paese e sugli asset nazionali, potrebbe far sì che le famiglie cinesi guardino all'oro come riserva di ricchezza preferita.

Infine, gli investitori in generale potrebbero voler aumentare le allocazioni in oro come copertura contro un calendario politico insolitamente fitto che potrebbe esacerbare un contesto geopolitico già incerto.





Il presente documento è stato redatto dalla Funzione Wealth Management della Banca del Piemonte esclusivamente a scopo informativo e non costituisce in alcun modo consulenza in materia di investimenti o ricerca in materia di investimenti e non è, né può essere interpretato, come un documento di offerta ad acquistare, sottoscrivere o vendere alcun tipo di strumenti finanziari o di classi di strumenti finanziari; tale documento non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve e resta inteso che ogni decisione di investimento è di esclusiva competenza del cliente. Lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori; di conseguenza, le view o le strategie eventualmente contenute nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del Documento; considerata la rapidità con la quale le condizioni dei mercati mutano, esse possono non essere più valide anche dopo breve tempo. Le stesse potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia, nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse. Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.





Una tradizione di innovazione



Direzione generale  
Via Cernaia 7 - 10121 Torino



011 23 45 679  
[servizioclienti@bancadelpiemonte.it](mailto:servizioclienti@bancadelpiemonte.it)



Visita il nostro sito  
[bancadelpiemonte.it](http://bancadelpiemonte.it)

