

AZIMUT GLOBAL VIEW

Principali Eventi

Azimut Global Network

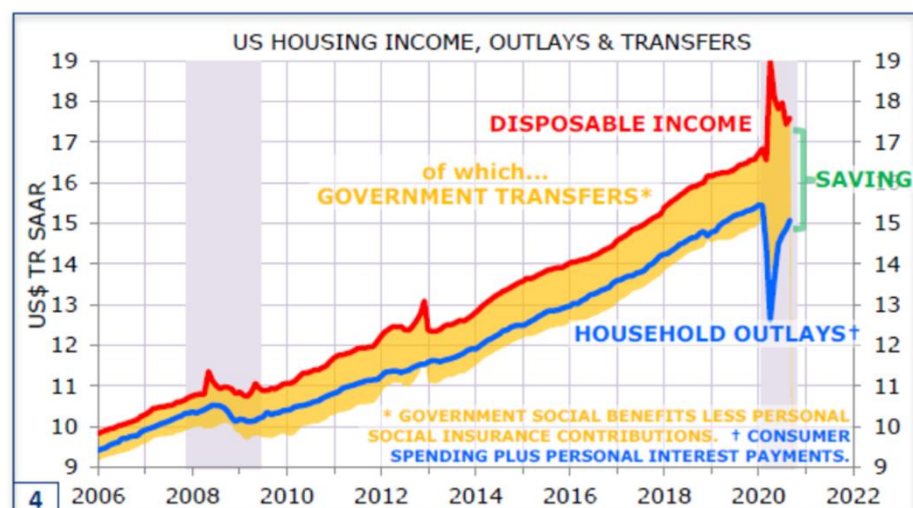
- * Milan
- * Abu Dhabi
- * Cairo
- * Dubai
- * Dublin
- * Hong Kong
- * Istanbul
- * Lugano
- * Luxembourg
- * Mexico City
- * Miami
- * Monaco
- * New York
- * Santiago
- * São Paulo
- * Shanghai
- * Singapore
- * Sydney
- * Taipei



Tassi liberi di muoversi

La fine del lungo calo dei tassi risk-free è stata annunciata innumerevoli volte negli ultimi anni e non si è mai concretizzata. Spesso dire «questa volta è diverso» si rivela sbagliato in finanza, al momento però ci sono diversi fattori che suggeriscono che nel prossimo futuro sarebbe meglio rimanere più vigili che mai.

Minimizzare il più possibile le conseguenze della pandemia è il primo fattore, in quanto, per la prima volta in assoluto, i governi hanno fatto ricorso a massicci trasferimenti diretti su larga scala a sostegno di individui e aziende. Questo nuovo strumento politico è stato implementato in modo molto più aggressivo negli Stati Uniti che altrove, al punto che il reddito disponibile degli Stati Uniti è aumentato notevolmente invece di diminuire come nelle recessioni tradizionali. Ciò, insieme al forte calo della spesa dovuto al blocco, ha consentito alle persone di accumulare una quantità impressionante di risparmi che consentiranno una ripresa sostenuta della spesa una volta che la pandemia sarà finita.



Fonte: DoubleLine, Miniac

Tassi liberi di muoversi (continua)

Questo strumento politico è molto diverso dalle «solite» misure di stimolo dell'ultimo decennio: i QE. Gli effetti del QE sono rimasti per lo più limitati ai mercati finanziari con l'effetto di spingere i prezzi degli asset sempre più in alto. Invece che aumento dei consumi e dell'inflazione al consumo, i QE hanno portato all'inflazione degli asset (e all'aumento della disuguaglianza di reddito e ricchezza), ma hanno avuto effetti positivi limitati sull'economia reale.

I trasferimenti pubblici dovrebbero avere un effetto molto più immediato e concreto sull'economia. Grazie al pagamento settimanale di \$ 600 a persona concesso per la maggior parte del 2020 (abbassato a \$ 300 per il primo trimestre del 2021) e alle richieste straordinarie di sussidio di disoccupazione PUA e PEUC, la maggior parte della popolazione ha ricevuto un compenso molto più alto lo scorso anno rispetto a prima della pandemia. Coloro che guadagnano il salario minimo hanno visto il loro reddito mensile duplicarsi. Mettere i soldi direttamente nelle tasche delle persone porterà quasi sicuramente a un aumento dei consumi. Inoltre, bisogna considerare che la propensione al consumo è maggiore nella classe di reddito inferiore e consumi più elevati si traducono generalmente in una maggiore inflazione.

L'aumento dell'inflazione sarà sostenuto anche dai recenti aumenti dei prezzi delle materie prime. Dopo il forte calo seguito ai primi lockdown, le materie prime sono entrate in un forte mercato rialzista. Poiché il livello minimo delle materie prime si è registrato tra marzo e maggio, a partire dal secondo trimestre 2021 gli aumenti su base annua saranno sostanziali. Usando il Brent come riferimento e non il WTI (dato che il WTI è sceso fino a -40 \$/bbl), possiamo vedere dal grafico in basso a sinistra che i prezzi del petrolio sono quasi triplicati dai minimi e sono aumentati di oltre il 70% rispetto alla media dei tre mesi peggiori. Se si guarda ai metalli industriali (rame, zinco, nichel, alluminio) gli aumenti su base annua sono cresciuti dai livelli minimi di + 40% a + 70%. Tali aumenti eserciteranno sicuramente una pressione al rialzo sull'inflazione e un'inflazione più elevata metterà a sua volta pressione sui tassi a lungo termine.

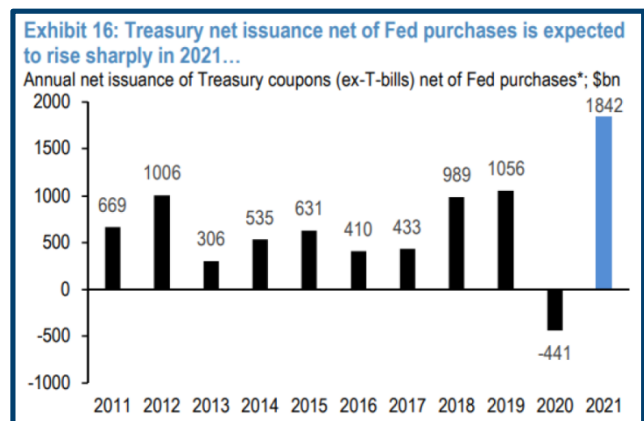
Tuttavia, i tassi a lungo termine non sono solo minacciati dall'aumento dell'inflazione guidata dal consumo e dal boom delle materie prime. A causa del crescente deficit fiscale (\$ 3300mld nel 2020) e del relativamente modesto QE da parte della Fed (80 miliardi di acquisti di titoli di Stato al mese), il prossimo anno verrà chiesto al mercato di assorbire più di 1800 mld di titoli del Tesoro, che costituisce la più grande emissione netta annuale di sempre. Anche questo metterà pressione sulla curva USA.

In Europa il quadro è sostanzialmente diverso; si prevede che la BCE monetizzi l'intera emissione netta di titoli di Stato europei attraverso i QE.

Va inoltre considerato che se si verificherà effettivamente lo scenario di base del consenso (introduzione rapida del vaccino che porterà all'immunità di gruppo, piena riapertura delle economie, ripresa dell'occupazione e del consumo), è ragionevole aspettarsi che le banche centrali dovranno gradualmente abbandonare il recente massiccio stimolo monetario che ha reso i titoli di Stato vulnerabili alle correzioni, e quindi all'aumento dei tassi.



Fonte: Bloomberg

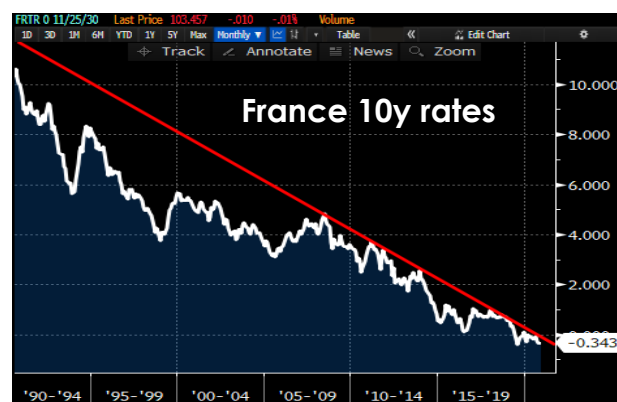
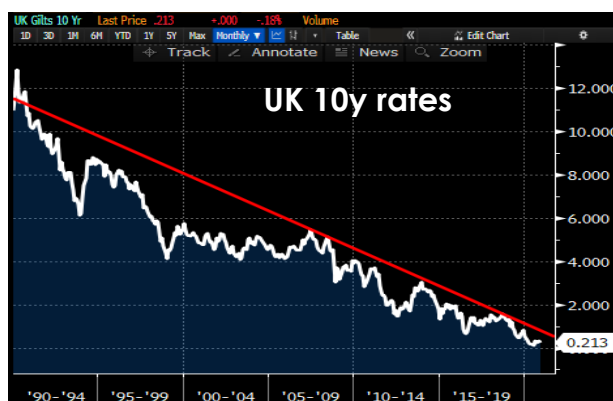
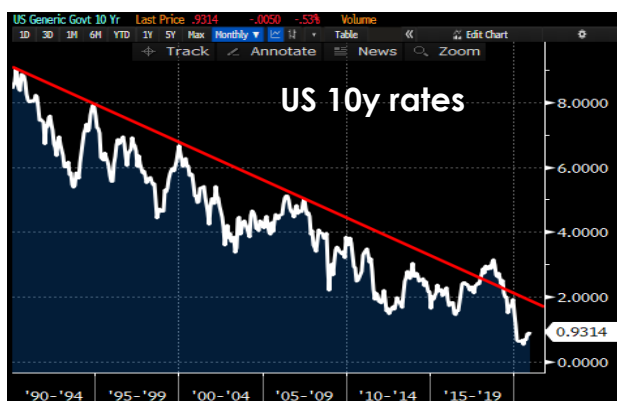


Fonte: DoubleLine, JPMorgan, Federal Reserve, US Treasury

Tassi liberi di muoversi (continua)

Il problema è che anche un piccolo aumento dei tassi europei può innescare la rottura di linee di tendenza al ribasso a lungo termine che hanno respinto qualsiasi tentativo di inversione di tendenza nell'ultimo decennio. Da un punto di vista dell'analisi tecnica, qualsiasi violazione di quelle linee di tendenza a lungo termine può innescare importanti vendite di titoli di Stato (con tassi in aumento).

Il quadro è abbastanza diverso per gli Stati Uniti, dove quella linea di tendenza al ribasso è stata violata nel 2018, quando la Fed ha tentato di normalizzare i tassi mentre l'economia stava progressivamente raggiungendo la piena occupazione. A quel tempo i mercati azionari avevano reagito negativamente ai tassi più alti e la Fed era stata costretta a fare una svolta. La guerra commerciale con la Cina e la pandemia hanno portato a un ulteriore calo dei tassi statunitensi a 10 anni. Di conseguenza, ora non ci sono resistenze importanti sul livello attuale dei tassi statunitensi.



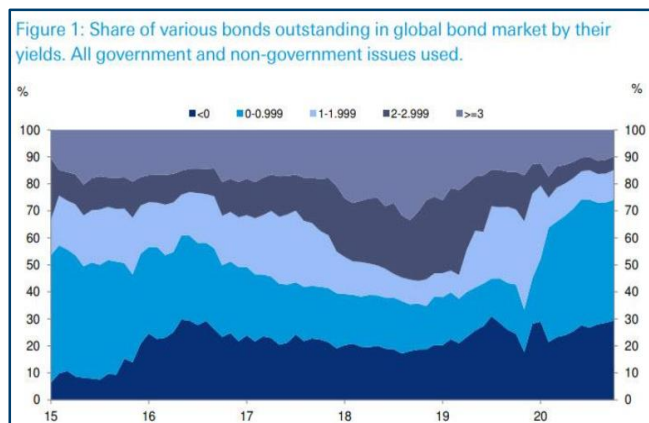
Fonte: Bloomberg

Se gli operatori di mercato iniziassero effettivamente a temere un aumento dei tassi risk-free, la domanda di copertura della duration (ovvero l'apertura di posizioni corte su futures su titoli di Stato a lungo termine) potrebbe essere massiccia.

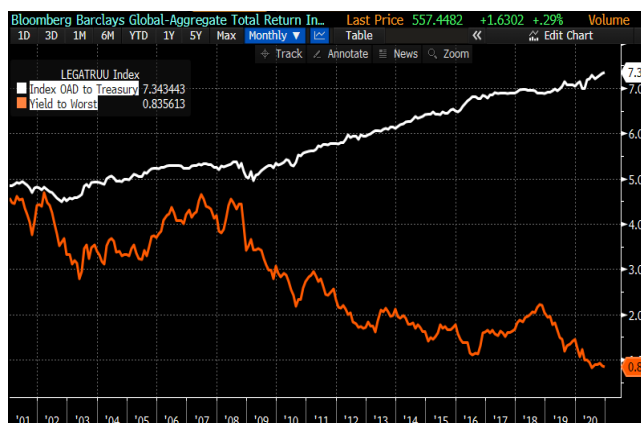
A causa degli interventi straordinari delle banche centrali nel corso del 2020, i rendimenti non sono mai stati così compressi. Il grafico nella pagina successiva mostra che ad oggi circa il 30% di tutte le obbligazioni in circolazione ha rendimenti negativi. Al contrario, la percentuale di obbligazioni che rendono più del 2% è appena del 15% (e solo il 10% delle obbligazioni rende più del 3%).

Il secondo grafico nella pagina successiva mostra la durata e il rendimento a scadenza dell'indice Barclays Global Aggregate Bond, il più ampio benchmark per il reddito fisso, che include tutti i titoli di stato e societari di emittenti dei mercati sviluppati. Con una duration di 7,3 anni e un rendimento dello 0,8%, se i tassi dovessero aumentare dell'1%, il rendimento totale a 1 anno su un tale portafoglio sarebbe una perdita del 6,5% (-7,3% dovuto alla componente di durata, più 0,8% derivante dal rendimento a scadenza al momento dell'acquisto).

Tassi liberi di muoversi (continua)



Fonte: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank



Fonte: Bloomberg

Secondo l'International Capital Market Association, ad agosto 2020 la dimensione nozionale complessiva dei mercati obbligazionari globali in termini di USD in circolazione è stimata a circa \$ 128.300 mld (fonte: <https://www.icmagroup.org>). Queste cifre non includono i derivati a reddito fisso.

Considerando la dimensione totale del mercato obbligazionario, anche se una parte limitata dei partecipanti al mercato decide di coprire parte del proprio rischio di duration, i flussi che potrebbero generare potrebbero facilmente superare gli acquisti delle banche centrali tramite QE.

Se lo scenario di base si realizzasse, potremmo trovarci in una situazione senza precedenti e mai vista prima, poiché si avranno molti fattori scatenanti potenti per tassi complessivamente più elevati: 1) trasferimenti governativi direttamente ai cittadini che dovrebbero tradursi in un boom dei consumi 2) aumenti sostanziali nelle materie prime 3) banche centrali che potrebbero essere costrette a eliminare gradualmente lo stimolo monetario 4) potenziale rottura delle linee di tendenza al ribasso a lungo termine nei tassi a 10 anni 5) domanda di copertura della duration.

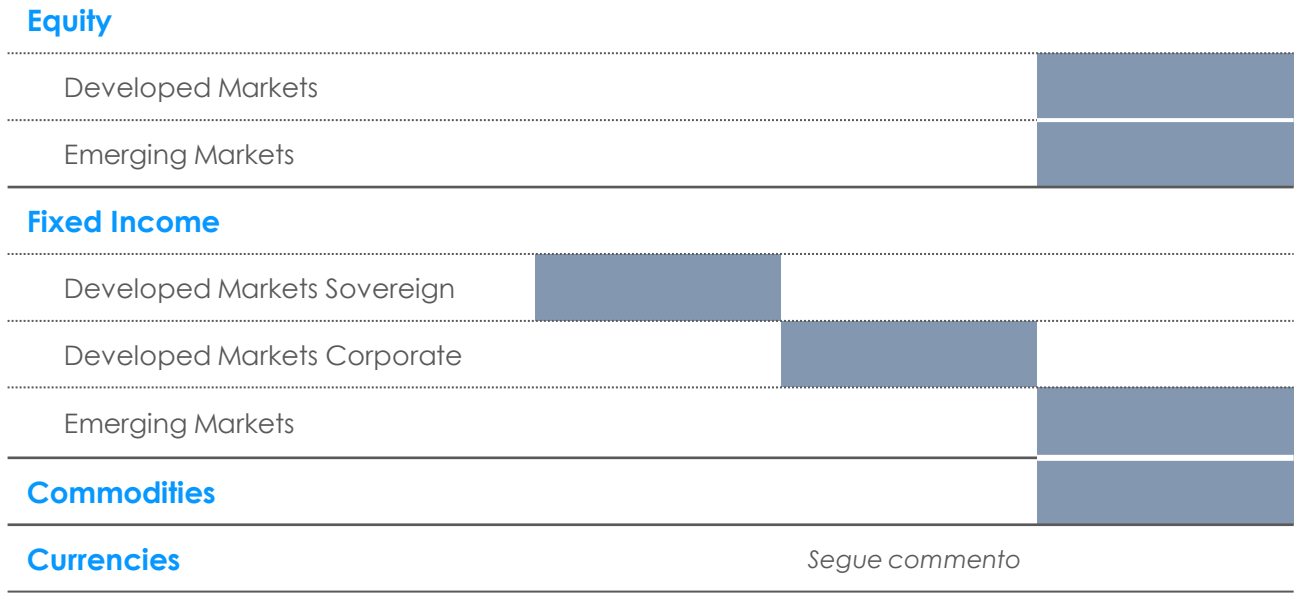
Poiché i tassi risk-free sono la base per valutare correttamente ogni altra asset class, tenere d'occhio il loro comportamento è questione di massima importanza.

Per le azioni, gli aumenti dei tassi a lungo termine eserciteranno una pressione al ribasso sui prezzi. Come Powell ha ricordato nella sua ultima conferenza post-FOMC, le valutazioni assolute sono piuttosto costose, ma il premio per il rischio azionario è ancora a un livello normale. Se i tassi risk-free a lungo termine si muovono significativamente in su, le azioni potrebbero essere vulnerabili a correzioni (anche con numeri di PIL elevati) per mantenere invariato il premio per il rischio azionario.

Ancora più importante, se i tassi aumenteranno e lo scenario di base si dispiegherà, potremmo assistere a una rotazione significativa nella leadership di mercato. Negli ultimi anni, caratterizzati da tassi in calo e contrazione del PIL, abbiamo avuto USA, mega-cap e le cosiddette "azioni a lunga durata" (come tecnologia, beni di consumo discrezionali, ecc.) sovraperformare il resto dei mercati. Se passeremo a uno scenario in cui i tassi aumentano e l'attività economica si rafforza, l'Europa, i mercati emergenti, i value / ciclici e le small-cap potrebbero avere le performance migliori.

Questo non significa che dobbiamo ruotare in modo aggressivo i portafogli in questo momento. Ad oggi ci sono molti lockdown in atto, il lancio del vaccino è appena iniziato e la fiducia dei consumatori è ancora a livelli bassi. Attualmente, dobbiamo solo essere consapevoli di ciò che potrebbe accadere ed essere pronti ad agire se e quando ci sarà maggiore chiarezza. Poiché l'incertezza è ancora molto alta, il miglior consiglio per il momento è di essere il più diversificati possibile.

Asset Allocation View



Equity

Developed Markets



Si mantiene la view leggermente positiva. Si continua a suggerire un aumento dell'esposizione azionaria, qualora si verificasse una discreta correzione, poiché la visione costruttiva a lungo termine sulle azioni rimane invariata. Ci sono diversi catalizzatori che potrebbero generare tale ritracciamento, come un aumento del rischio di nuovi blocchi in Europa, condizioni di ipercomprato e sentiment estremamente rialzista. Nel caso in cui i democratici vincano entrambi i seggi al ballottaggio della Georgia, ci si può aspettare un ulteriore vantaggio nei mercati statunitensi. Tuttavia, in questo scenario il dollaro USA potrebbe indebolirsi, pertanto la sovraperformance statunitense potrebbe essere intaccata dal deprezzamento del biglietto verde.



Emerging Markets

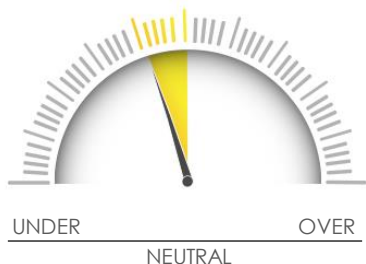


View mantenuta leggermente positiva. Anche se, a breve termine, le condizioni di ipercomprato possono portare a un potenziale ritracciamento, l'aspettativa di un rimbalzo della crescita globale spingerà la crescita del PIL dei mercati emergenti. Attualmente si mantiene la stessa raccomandazione per tutti i mercati emergenti. L'Europa emergente e il Latam saranno più volatili e sensibili sia all'accelerazione della crescita del PIL globale sia alla domanda di materie prime. L'Asia dovrebbe continuare il suo percorso di crescita costante. I democratici che vincono entrambi i seggi al ballottaggio del Senato dovrebbero portare a un dollaro più debole, il che renderebbe le azioni dei mercati emergenti più attraenti.



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta in leggero sottopeso. Ci aspettiamo che la parte corta delle curve rimanga abbastanza ancorata, mentre la parte lunga potrebbe essere più esposta al rischio di rialzo dei rendimenti considerando il rischio di un picco dell'inflazione a causa della ripresa dei consumi.

In caso di vittoria democratica in Georgia, ci aspettiamo che il Treasury americano possa soffrire con rendimenti in aumento in attesa di ulteriori deficit fiscali.

EU Core



EU Periphery



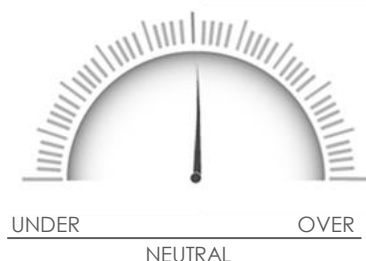
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta neutrale. Gli spread delle obbligazioni di alta qualità si sono notevolmente ridotti e ora i rendimenti sono appena superiori a quelli delle obbligazioni governative. Allo stesso tempo la duration dei benchmark IG è molto alta, intorno ai 7-8 anni. Ciò significa che esiste un rischio concreto di perdite in conto capitale, qualora i tassi inizino a salire, non adeguatamente compensato.

Ci sono ancora opportunità nel segmento investment grade e high yield, in particolare nelle obbligazioni subordinate.

IG Europe



IG US



HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta bullish. Le obbligazioni dei mercati emergenti dovrebbero beneficiare delle aspettative di una forte ripresa economica globale guidata dai vaccini. Inoltre, un contesto con 18.000 miliardi di dollari di debito a rendimento negativo dovrebbe essere di buon auspicio per le obbligazioni dei mercati emergenti, soprattutto considerando la caccia a rendimenti più elevati.

Si prevede che queste obbligazioni potrebbero beneficiare sia di una compressione degli spread sia di una ripresa delle loro valute.

Local Currency



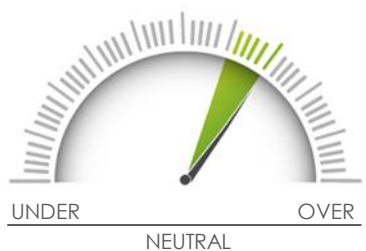
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta bullish. I metalli preziosi potrebbero essere sostenuti dall'ampia liquidità e potrebbero fungere da copertura contro la svalutazione della maggior parte delle valute dopo i massicci interventi monetari di quest'anno. L'energia e i metalli industriali dovrebbero trarre vantaggio dall'aspettativa di un recupero rapido e tempestivo non appena saranno distribuiti i vaccini che consentiranno alle persone di tornare alle condizioni di vita pre-Covid-19.

Precious



Energy



Industrial



Currencies

Euro: view mantenuta neutrale dopo il recente apprezzamento. A breve termine, ulteriori lockdown in Europa potrebbero essere usati come scusa per prese di profitto. Invece, una vittoria democratica al ballottaggio della Georgia dovrebbe portare ad un apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro USA.

Dollaro americano: view mantenuta neutrale. Come spiegato appena sopra, il principale motore del dollaro USA nel breve termine sarà l'esito delle elezioni in Georgia.

Yen giapponese: view mantenuta neutrale, in quanto il paese potrebbe attrarre investimenti esteri se nel prossimo futuro si continuerà a concentrarsi sui titoli value, ben rappresentati nei principali indici azionari.

Valute emergenti: mantenuta view positiva, considerando che qualsiasi episodio di volatilità a breve termine non cambierà le prospettive positive a lungo termine per l'asset class.

| | | | | | | | |
|------|---|-----|---|-----|---|----------|---|
| Euro |  | USD |  | Yen |  | Emerging |  |
|------|---|-----|---|-----|---|----------|---|

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.