

Eventi Principali

Azimut Global Network

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



Stimoli in calo

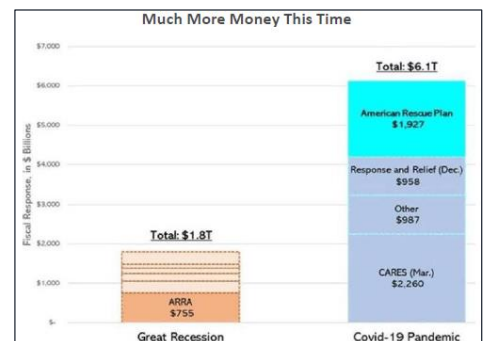
- **Lo stimolo fiscale è stato massiccio nell'ultimo anno, ma sta iniziando a calare con l'imminente scadenza del programma straordinario di disoccupazione;**
- **I recenti tassi di crescita del PIL e della spesa fiscale sono insostenibili e si modereranno nei prossimi anni;**
- **I mercati azionari sembrano ancora molto ottimisti sulla forza dell'economia.**

Da più di un anno i consumatori e le imprese beneficiano di un sostegno fiscale senza precedenti, al punto che, come discusso nelle precedenti pubblicazioni, si è verificato un evento insolito, ovvero un aumento del reddito disponibile durante una recessione.

Per comprendere meglio la portata e l'efficacia di queste misure fiscali, cominciamo col chiarire l'effettivo peso del lockdown dello scorso anno sul PIL. Normalmente, il PIL degli Stati Uniti viene sempre calcolato annualizzando il dato trimestrale, pertanto il -31% (annualizzato) registrato nel secondo trimestre dello scorso anno corrisponde, in realtà, ad una diminuzione del -9% (in termini assoluti) del PIL di quel trimestre. Tale crollo è stato recuperato nei tre trimestri successivi (+7,5%, +1,1% e +1,6%).



Fonte: Bloomberg



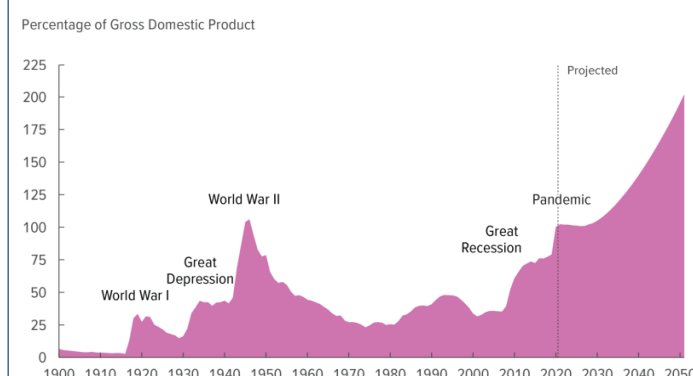
Fonte: DoubleLine

Stimoli in calo (continua)

A fronte di questa diminuzione di circa 10 punti percentuali del Pil, le amministrazioni Trump e Biden hanno approvato piani di stimolo che ammontano cumulativamente a circa 6,1 trilioni di dollari. Considerando che il PIL degli Stati Uniti è di circa 21,4 trilioni di dollari, questa spesa è pari al 28,5% del PIL, ossia tre volte la contrazione indotta dal Covid-19.

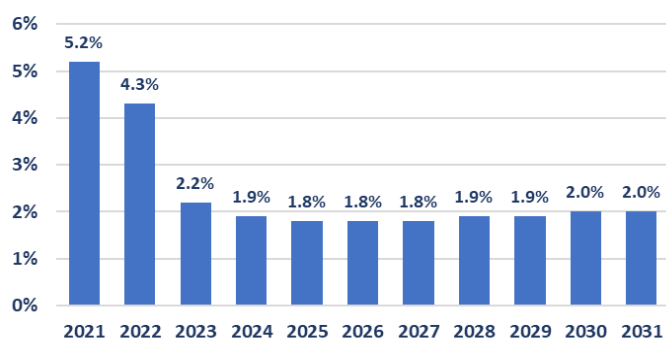
Guardando al futuro, la scorsa settimana Biden ha presentato un budget di spesa di \$6 trilioni per i prossimi 10 anni, che include circa \$5 trilioni di nuove spese e sgravi fiscali, che riflettono il piano americano per il lavoro proposto in precedenza, il piano americano per le famiglie e gli aumenti della spesa discrezionale non legata alla difesa (fonte: www.crfb.org). Secondo le proiezioni, nei futuri dieci anni i costi di questa spesa si ridurranno a «soli» 900 miliardi, grazie alle entrate fiscali aggiuntive generate da questi programmi.

Federal Debt Held by the Public, 1900 to 2051



Fonte: Committee for a Responsible Federal Budget, 20 maggio 2021

Real GDP growth President Biden's Full FY 2022 Budget



Fonte: Committee for a Responsible Federal Budget, 28 maggio 2021

Le cifre mostrano che i piani fiscali già approvati (6,1 trilioni di dollari) hanno portato il rapporto debito/PIL ai livelli record del dopoguerra. Probabilmente, in modo ottimistico, il rapporto debito/PIL non dovrebbe aumentare per l'intero periodo fino alla fine del mandato di Biden, nonostante il budget di 6 trilioni di dollari menzionato in precedenza. Il rapporto debito/PIL comincerà a salire di nuovo rapidamente, raggiungendo oltre il 200% nel 2050. Questo è un percorso difficilmente sostenibile.

Inoltre, la crescita del PIL dovrebbe tornare a livelli piuttosto fiacchi (circa il 2%) già nel 2023. Sfortunatamente, una parte importante dei piani fiscali pre-approvati includeva spese non produttive, come gli aiuti fiscali agli stati con deficit insostenibili, o misure controproducenti come sussidi di disoccupazione troppo alti da scoraggiare la ricerca di lavoro. Queste misure chiaramente non si ripagheranno da sole.

Considerando che i futuri piani di spesa fiscale saranno attuati in maniera più graduale rispetto allo scorso anno e che ci saranno meno compensazioni dirette a cittadini e imprese, occorre prestare attenzione al potenziale impatto negativo sul PIL derivante dal venir meno degli stimoli precedentemente approvati.

Il grafico a destra confronta il PIL totale (rosso), con il PIL escludendo le compensazioni statali (blu).

L'ampio divario tra le due serie storiche mostra il potenziale rischio di ribasso che potrebbe concretizzarsi nei prossimi trimestri. È assolutamente ragionevole aspettarsi un boom dei consumi dovuto alla riapertura e alla spesa dei risparmi accumulati, ma se tale consumo non riuscisse a colmare il divario derivante dalla minore spesa pubblica, il PIL totale ne risentirà negativamente.

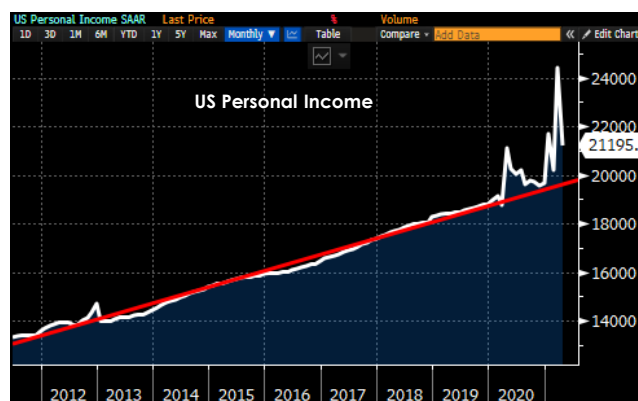


Fonte: FRED, John P. Hussman (@hussmanjp)

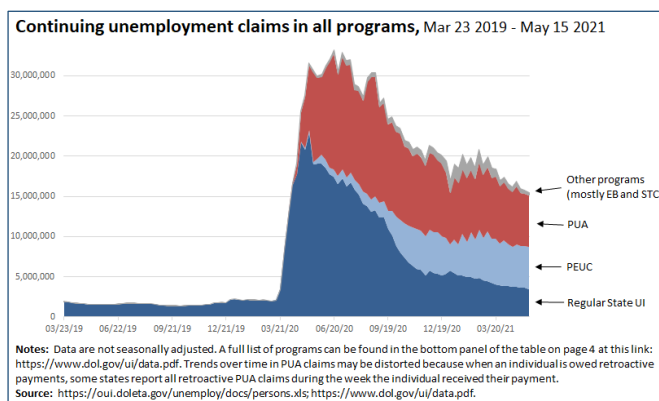
Stimoli in calo (continua)

Estrapolare la recente forza dei consumi in un futuro troppo lontano potrebbe quindi essere rischioso. Il reddito disponibile è cresciuto ben al di sopra del trend di crescita pre-pandemia (linea rossa nel grafico sottostante) a causa delle esenzioni fiscali.

Gran parte degli aiuti alle persone è stata erogata tramite il sussidio di disoccupazione o tramite versamenti «una tantum» effettuati in più tranches a seguito dell'approvazione delle misure fiscali (le tre tornate di aprile e dicembre dello scorso anno, più la tornata di marzo di quest'anno).



Fonte: Bloomberg



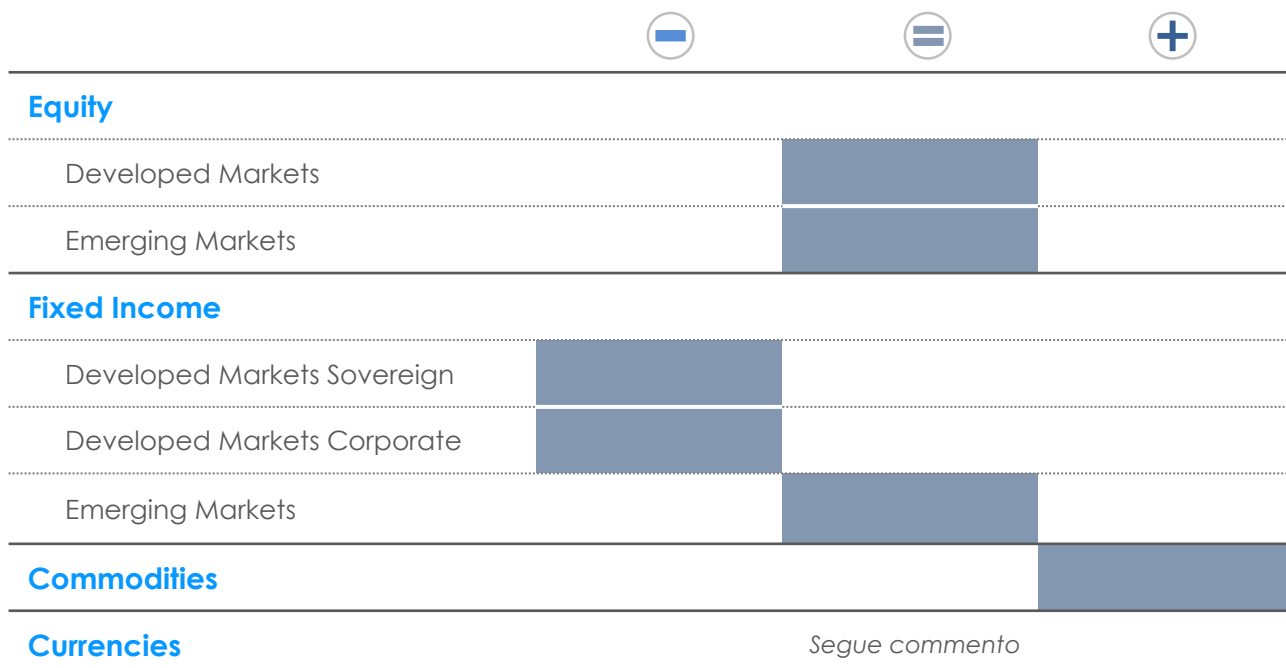
Fonte: www.trendsmap.com

Come accennato in precedenza, è improbabile che in futuro verranno approvati nuovi pagamenti una tantum. Per quanto riguarda i sussidi di disoccupazione, sono attualmente erogati a 15 milioni di beneficiari. Tra i diversi regimi di indennizzo, Pandemic Unemployment Assistance (PUA) e Pandemic Unemployment Compensation (PEUC), entrambi in scadenza a settembre, pagano ancora cumulativamente 11,5 milioni di richieste alle persone fisiche. Successivamente, rimarranno in vigore solo il programma di assicurazione contro la disoccupazione «regolare» e altri programmi minori. La stragrande maggioranza degli stati repubblicani ha annunciato che terminerà anticipatamente i programmi straordinari, tra prossima settimana e metà luglio. Ciò influenzerà negativamente sia il reddito disponibile che la spesa futura.

Come abbiamo spiegato circa un mese fa, la reporting season del 1° trimestre del 2021 è stata una delle migliori di sempre, con percentuali di stime battute eccezionali rispetto ai consensi. Da allora gli operatori di mercato hanno continuato ad aumentare le loro aspettative di guadagno e ora l'EPS di consenso del 2023 per l'S&P500 si attesta a \$ 232. Rispetto all'EPS pre-pandemia del 2019 di \$ 160, ciò rappresenta un aumento del 45%, corrispondente a un tasso di crescita annuale di circa il 10% (o 40% al di sopra del tasso di crescita medio dell'EPS di lungo periodo realizzato del 7% annualizzato).

Apparentemente, ciò che sta accadendo in questo momento è che il mercato sta estrapolando per un futuro indefinito gli eccezionali tassi di crescita del PIL e dell'EPS che abbiamo sperimentato di recente grazie allo stimolo fiscale. Questo non dovrebbe essere dato per scontato, considerando che non solo i governi, ma anche le banche centrali potrebbero iniziare a ridurre il loro stimolo monetario nei prossimi trimestri. Le aspettative elevate unite a valutazioni elevate e condizioni monetarie e fiscali meno favorevoli suggeriscono che un approccio prudente dovrebbe essere appropriato nel medio termine.

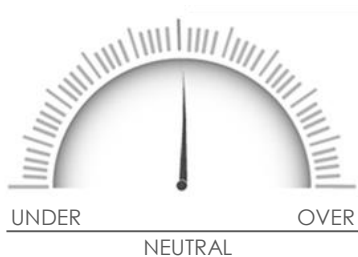
Asset Allocation View



UNDER
 NEUTRAL
 OVER

Equity

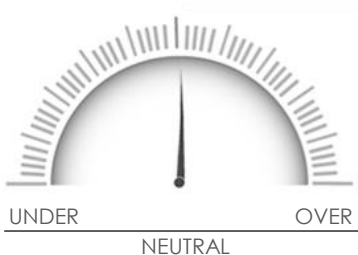
Developed Markets



View mantenuta neutrale. Da un lato, le valutazioni elevate, la minaccia di un aumento dell'inflazione/tassi risk free e il rischio di un calo dello stimolo fiscale nel resto dell'anno suggeriscono una certa cautela. D'altro canto, le banche centrali ancora accomodanti, insieme alle aspettative di graduale normalizzazione aiutate dall'accelerazione dei vaccini, potrebbero sostenere i prezzi delle azioni. A breve termine, i dati sull'inflazione USA e gli incontri della BCE e della Fed potrebbero cambiare questo scenario. In termini di stili, prediligiamo il «value», mentre in termini di geografia continuiamo a preferire l'Europa e l'Italia in particolare, poiché sono più «value» degli USA e si scambiano anche a multipli più bassi.

US Europe Japan

Emerging Markets

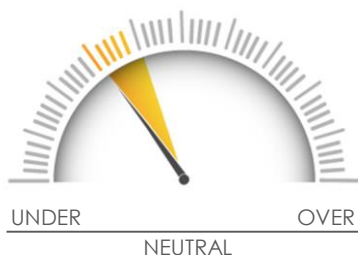


View aumentata a neutrale. Le minacce di un'inflazione più elevata e del tapering nella seconda metà dell'anno avranno meno probabilità di pesare sul sentiment degli investitori nei confronti degli asset dei mercati emergenti, a meno che il CPI di questa settimana non risulti sostanzialmente peggiore e/o la Fed non riveli un tono più aggressivo la prossima settimana. All'interno dello spazio emergente, manteniamo la nostra view prudente sull'Asia escluso il Giappone, non solo perché l'Asia è il più grande importatore di materie prime, ma anche a causa della nuova esplosione di infezioni da Covid-19 in alcuni paesi. Nel contesto attuale, la nostra preferenza continua a essere orientata verso regioni esportatrici di materie prime come l'Europa emergente (Russia e MENA) e l'America Latina.

Asia ex-Japan EEMEA LATAM

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta in sottopeso. I dati sull'CPI degli Stati Uniti previsti per questo giovedì dovrebbero essere abbastanza superiori a quelli di aprile e ciò potrebbe mettere sotto pressione i tassi. Considerata la recente sottoperformance dei BTP italiani, riaffermiamo il nostro giudizio (relativo) positivo sui bond della periferia europea, in attesa di un restringimento dello spread Bund-BTP. Inoltre, se il Bund a 10 anni dovesse raggiungere lo zero prima della BCE, potremmo anche migliorare tatticamente la nostra raccomandazione sulle obbligazioni core dell'UE.

EU Core



EU Periphery



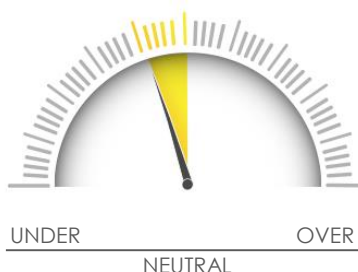
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta negativa. Non ci si aspetta un'ulteriore compressione degli spread corporate investment grade. Poiché la performance delle obbligazioni investment grade sarà sensibile all'evoluzione dei tassi risk free, dovremmo evitare queste obbligazioni principalmente perché è probabile che forniscano rendimenti negativi. Nei segmenti crossover/high yield c'è ancora spazio per una certa compressione degli spread, ma la maggior parte della stretta è già avvenuta e dovrebbe essere giustificato un approccio più cauto. Considerando quanto sopra, per coloro che desiderano ottenere rendimenti più elevati su un orizzonte temporale più lungo, le strategie di private debt sono una soluzione adatta che offre anche un profilo di rischio interessante.

IG Europe



IG US



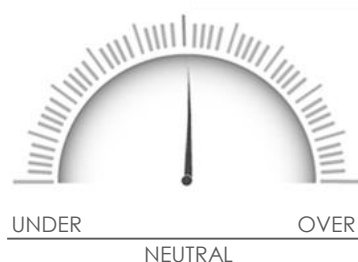
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta neutrale. Oltre al rischio di ulteriori aumenti dei tassi risk free statunitensi, alcuni mercati emergenti stanno vivendo una nuova ondata di casi di Covid-19. Ciò potrebbe far deragliare o ritardare le aspettative di una crescita sostenuta del PIL e impedire alle banche centrali di aumentare i tassi per difendere le valute e/o contenere le pressioni inflazionistiche. Nelle Hard Currency, abbiamo una preferenza per le strategie a bassa durata.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta positiva poiché riteniamo che le materie prime possano aver avviato un altro super ciclo rialzista. Il caso rialzista sui metalli preziosi è ancora sostenuto dall'ampia liquidità e dall'impennata dei disavanzi fiscali, anche se un aumento dei tassi a lungo termine è sempre più plausibile. Per quanto riguarda le materie prime agricole, industriali ed energetiche, una combinazione di anni di sotto-investimenti, aumento della domanda e congestionamenti delle spedizioni stanno portando i prezzi delle materie prime a nuovi massimi.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Euro, Dollaro americano, Yen giapponese e Valute emergenti: mantenuta la view neutrale. Il punto di vista del comitato di Asset Allocation è che, a breve termine, tutte le principali valute rimarranno limitate all'interno del loro intervallo di negoziazione recente, a meno che le comunicazioni della Fed e della BCE e/o i dati sull'inflazione USA differiscano sostanzialmente dalle aspettative del mercato.

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.