

Eventi Principali

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



Il dilemma del prigioniero

Facendo seguito alla Global View di due settimane fa dove commentavamo la legge di stimolo da \$ 1.900 mld firmata dal presidente Biden, abbiamo pensato che sarebbe stato appropriato in questo momento discutere l'enigma che la Fed si trova ad affrontare prima dell'incontro più atteso di questa settimana.

Subito dopo l'approvazione, l'amministrazione Biden ha ribadito l'intenzione di iniziare a lavorare su un nuovo piano di stimolo, concentrandosi sulle infrastrutture. I dettagli non sono stati divulgati, ma si vocifera di un nuovo piano di stimolo del valore di ulteriori 2000 mld di dollari, oltre ai 6.100 mld di dollari già spesi nell'ultimo anno per combattere la recessione indotta dal Covid-19. Per fare un confronto (grafico nella pagina successiva), la risposta fiscale alla Grande Crisi Finanziaria del 2008 è stata "solo" di \$ 1.800 mld. Parliamo quindi di misure che sono tre / quattro volte quelle record approvate poco più di un decennio fa.

Spinte dall'approvazione del piano fiscale da \$ 1.900 mld, le case di investimento globali hanno rivisto al rialzo le stime di crescita del PIL degli Stati Uniti per il 2021, che dovrebbe crescere del 7% (in termini reali). Se aggiungiamo il tasso di inflazione stimato di circa il 3%, otteniamo un tasso di crescita del PIL nominale di circa il 10%; questo dato mette l'economia USA al 1° posto come velocità di ripresa tra i principali paesi.

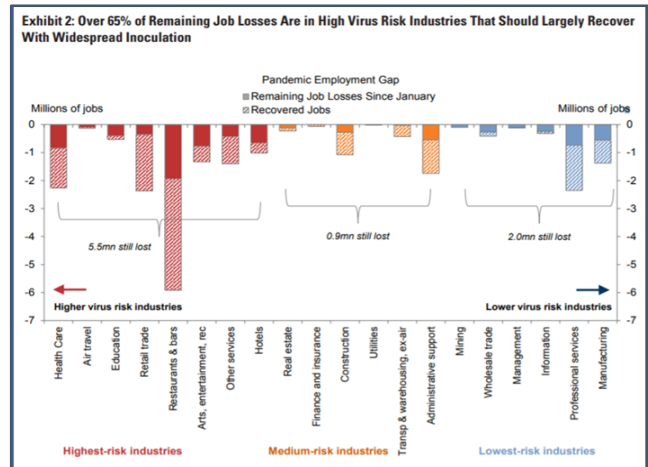
Se il piano fiscale sarà la forza trainante per una crescita reale sostenuta, il lancio del vaccino sarà al centro della ripresa del mercato del lavoro. Considerando il ritmo della vaccinazione negli Stati Uniti è probabile che i blocchi possano essere revocati nella tarda primavera, consentendo così una piena riapertura delle economie e la ripresa della «vita normale».

Considerando che il tasso di disoccupazione ufficiale è già sceso al 6,2% e che gran parte delle rimanenti perdite di posti di lavoro è nei settori più colpiti dai lockdown (grafico alla pagina successiva), un ritorno alla normalità dovrebbe consentire di recuperare gran parte di questi disoccupati. Non è improbabile, quindi, che in un periodo di tempo relativamente breve l'economia statunitense si troverà non troppo lontana dal raggiungimento della piena occupazione.

Il dilemma del prigioniero (continua)

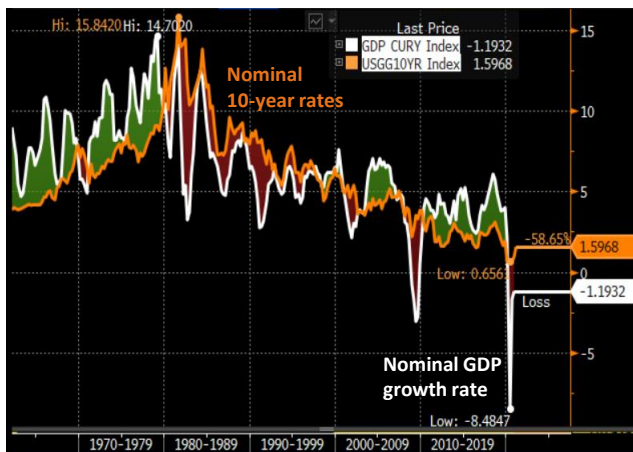


Fonte: Doubleline

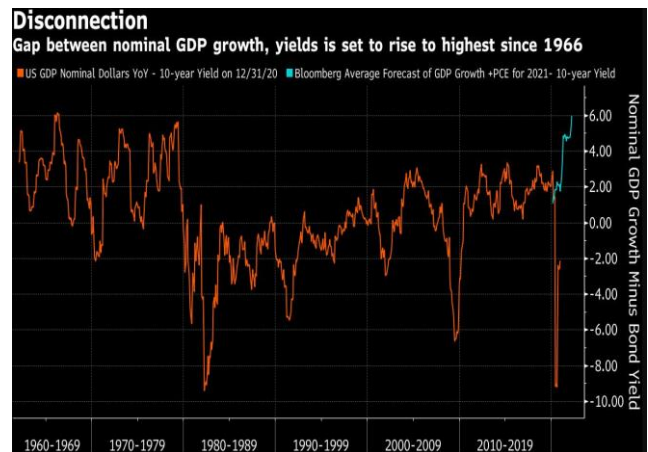


Fonte: US BLS, Goldman Sachs Global Investment Research

Negli ultimi decenni, il tasso di crescita del PIL nominale e i tassi di interesse nominali a 10 anni sono stati in qualche modo correlati (sebbene con ampie fluttuazioni), come si vede nel grafico in basso a sinistra. Il grafico in basso a destra mostra lo stesso concetto, ma invece delle due serie, mostra solo il differenziale tra i due (tasso di crescita del PIL nominale meno i tassi a 10 anni degli Stati Uniti). La serie in arancione mostra il differenziale effettivo fino ad oggi; la linea blu mostra la proiezione di questo differenziale a fine anno sulla base del consenso del mercato. Se la previsione fosse vera, il differenziale di fine anno sarà al livello più alto dal 1966.



Fonte: Bloomberg

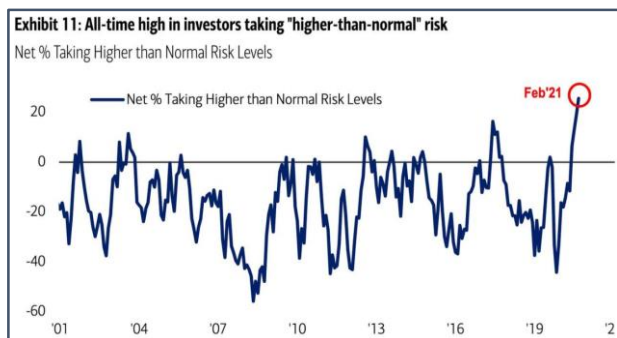


Fonte: Bloomberg

La Fed, che si riunirà questa settimana, è quindi tra l'incudine e il martello: un tasso di crescita del PIL nominale del 10% e un rapido ritorno alla piena occupazione sono in contrasto non solo con la politica monetaria a tasso zero e il QE in corso, ma anche con l'altro mandato della Fed, la stabilità dei prezzi.

Inoltre, la Fed deve anche tener conto degli effetti delle politiche fiscali e monetarie sui prezzi degli asset in generale, in particolare sulle azioni. Se la storia insegna, il pagamento di assegni pari a circa \$ 1.400 come stimolo, a persona (per redditi familiari inferiori a \$ 150.000) porterà ad una nuova riacutizzazione nei mercati azionari come accaduto dopo marzo e dicembre 2020. Mantenere una politica monetaria particolarmente accomodante sui mercati, dove le valutazioni sono pari o vicine ai massimi storici, un sentimento eccessivamente rialzista (grafico nella pagina successiva) e un rischio di controlli di stimolo in arrivo, stanno creando una futura instabilità di mercato.

Il dilemma del prigioniero (continua)



Fonte: Bank of America, Global Fund Manager Survey



Fonte: Bloomberg

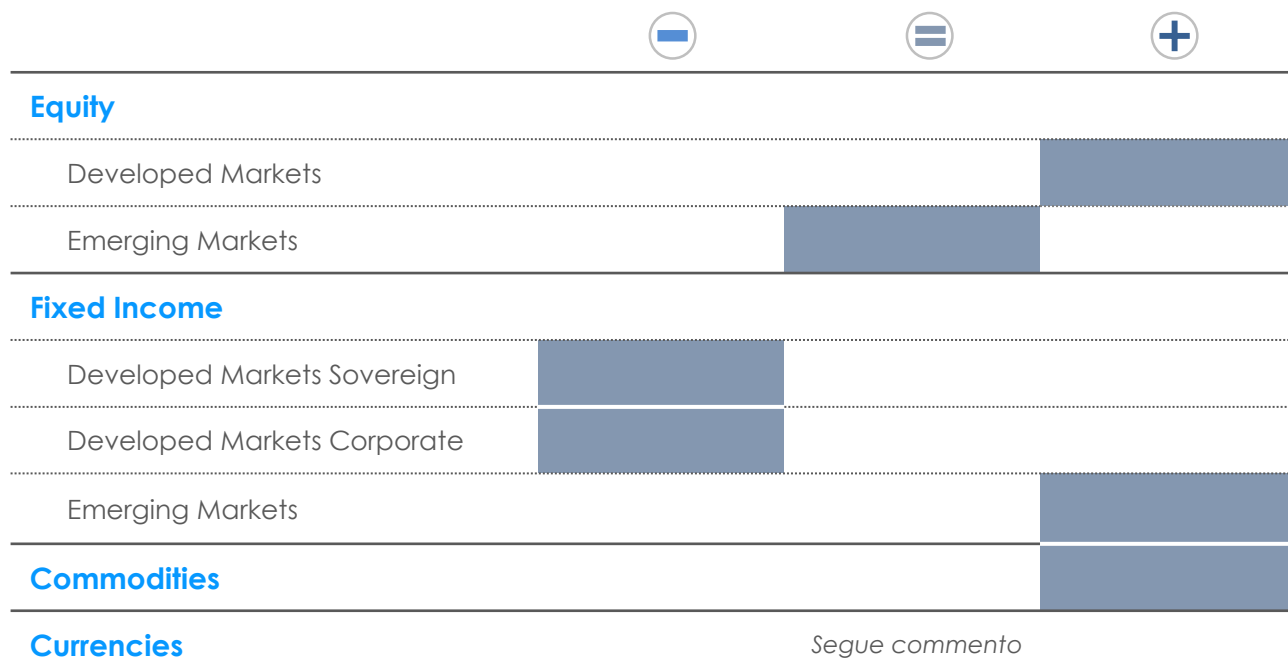
Il mercato sta dicendo alla Fed che potrebbero essere «dietro la curva» e imboccare una nuova direzione: mentre i "Fed Dots" (le aspettative dei governatori della Fed su dove saranno i tassi a medio termine) mostrano che la Fed non aumenterà i tassi prima del 2024, i rendimenti impliciti nei futures sul cambio euro-dollaro mostrano un'aspettativa di aumento dei tassi di circa 80 punti base (poco più di tre aumenti dei tassi) tra giugno 2022 e dicembre 2023. L'aspettativa di mercato di tassi più elevati ha acquisito slancio, poiché l'aspettativa di riapertura delle economie e la creazione dell'immunità di gregge diventa rapida e concreta.

La Fed deve camminare su una linea sottile tra «dovishness e hawkishness» per non sconvolgere i mercati. Se sembrano troppo rilassati riguardo all'inflazione e al rischio di surriscaldamento dell'economia, potrebbero causare un ulteriore aumento dei tassi a lungo termine, il che a sua volta potrebbe causare la correzione degli asset rischiosi. Se suggeriscono una politica monetaria meno accomodante prima del previsto, rischiano di provocare una correzione anche nelle attività rischiose.

L'unica soluzione possibile per mantenere calmi i mercati sembra essere quella di mantenere la logica «che tutto sta andando bene, la situazione è sotto controllo» e che lo svolgimento delle politiche monetarie accomodanti avverrà in modo controllato e non traumatico. Se Powell sarà convincente, il mercato continuerà a far salire gradualmente i tassi di interesse. Una volta che il mercato avrà prezzato l'inizio di un ciclo di rialzi dei tassi, allora e solo allora, la Fed potrà effettivamente iniziare ad aumentare i tassi senza correre il rischio di creare perturbazioni del mercato.

La prossima conferenza stampa della Fed potrebbe essere una delle più importanti degli ultimi anni. Sarà interessante vedere come i funzionari della Fed perfezioneranno i loro messaggi per gestire le aspettative degli investitori.

Asset Allocation View



UNDER
 NEUTRAL
 OVER

Equity

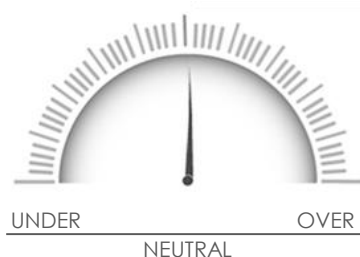
Developed Markets



Mantenuta la view positiva. Lo stimolo fiscale da 1.900 mld di dollari recentemente approvato negli Stati Uniti dovrebbe sostenere i mercati azionari, come accaduto con i pacchetti precedenti. L'area che ne trarrà i maggiori benefici sono gli Stati Uniti, dove le vaccinazioni continuano a ritmo sostenuto. In Europa, invece, la mancanza di misure fiscali simili e il lancio più lento del vaccino potrebbero smorzare l'entusiasmo. Di conseguenza, è stata rimossa la preferenza per l'Europa rispetto agli Stati Uniti. A medio termine, una volta svanita l'euforia per lo stimolo fiscale, si dovrebbe prendere in considerazione un approccio più cauto sull'asset class in considerazione delle valutazioni che continuano ad essere elevate.

US
 Europe
 Japan

Emerging Markets

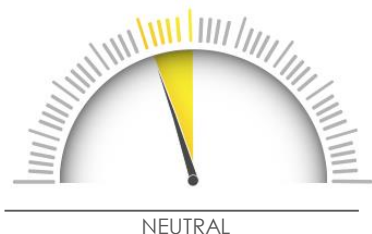


Ridotta la view a neutrale, poiché lo stimolo fiscale negli Stati Uniti potrebbe esercitare un'ulteriore pressione sui tassi risk-free, in particolare negli Stati Uniti. Tradizionalmente, i rendimenti dei mercati emergenti tendono ad essere correlati negativamente ai tassi statunitensi. Inoltre, nell'ultimo anno il peso dei titoli growth negli indici dei mercati emergenti è notevolmente aumentato e tali titoli sono i più colpiti da un aumento dei tassi privi di rischio. Pertanto, anche se a lungo termine i mercati emergenti dovessero continuare a crescere più rapidamente dei mercati sviluppati, si preferisce mantenere un approccio più cauto nel breve termine. È stata anche rimossa la preferenza per l'Asia a causa della sua maggiore esposizione ai titoli growth rispetto a EMEA e America Latina.

Asia ex-Japan
 EMEA
 LATAM

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



Mantenuta la view leggermente in sottopeso. Sebbene sia possibile una fase di consolidamento dei tassi di interesse dopo il violento movimento al rialzo dell'ultimo mese, lo stimolo fiscale appena approvato negli Stati Uniti potrebbe portare ad un ulteriore aumento dei tassi statunitensi. In Europa, l'aumento degli acquisti PEPP annunciato dalla BCE la scorsa settimana, insieme ad un processo di vaccinazione molto lento, potrebbe portare a una stabilizzazione dei tassi intorno a questo livello nel breve periodo. Pertanto, nell'ambito di una raccomandazione di sottopeso sull'asset class in generale, si ha una preferenza relativa per Europa e Giappone.

EU Core



EU Periphery



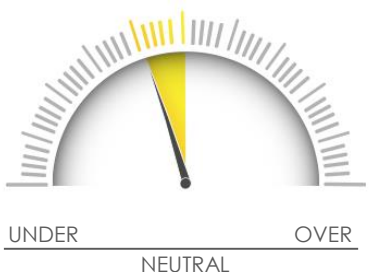
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



Mantenuta la view negativa. La recente mossa dei tassi risk-free non è stata sufficientemente estesa da rendere nuovamente attraenti le obbligazioni investment grade e gli spread ad alto rendimento sono rimasti sostanzialmente invariati. Si resta del parere che ulteriori compressioni degli spread potrebbero essere possibili nel segmento tra investment grade e high yield, in particolare nelle obbligazioni subordinate.

IG Europe



IG US



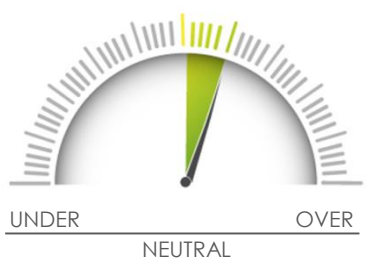
HY Europe



HY US



Emerging Markets



Ridotta la view in quanto l'asset class è generalmente influenzata negativamente dall'aumento dei tassi risk-free, e in particolare sulla curva statunitense. La variazione dei tassi statunitensi potrebbe non essere terminata a causa dell'approvazione dello stimolo da \$ 1.900 mld della scorsa settimana. In caso di estensione del movimento al rialzo dei tassi risk-free degli Stati Uniti, il debito in valuta locale potrebbe soffrire a causa dell'indebolimento delle valute emergenti e il debito in valuta forte a causa della durata molto lunga della strategia. Pertanto, dovrebbe essere garantito un approccio più cauto alle obbligazioni dei mercati emergenti. Tra le obbligazioni dei mercati emergenti, si preferisce ancora il debito in valuta locale, e in particolare il renminbi cinese (RMB).

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



Mantenuta la view rialzista. A breve termine i metalli preziosi potrebbero dover affrontare venti contrari a causa dell'aumento dei tassi privi di rischio, ma l'ampia liquidità, l'impennata dei deficit fiscali e l'aspettativa di un'inflazione più elevata nel corso dell'anno dovrebbero continuare a sostenere i metalli preziosi. Si mantiene la view positiva anche sulle materie prime energetiche.

Precious



Energy



Industrial



Currencies

Euro: mantenuta la view neutrale principalmente perché da un lato l'aspettativa di una crescita economica più forte dovrebbe sostenere la domanda di titoli ciclici/value più rappresentati nell'UE rispetto agli Stati Uniti e dall'altro il lancio più lento del vaccino potrebbe vedere attenuarsi l'aspettativa di ripresa dell'Eurozona.

Dollaro americano: view portata a neutrale. Mentre il dollaro USA potrebbe indebolirsi a lungo termine a causa del ritmo insostenibile dell'espansione del deficit fiscale nell'ultimo anno, a breve termine il divario crescente tra i tassi statunitensi e quelli del resto del mondo dovrebbe essere di supporto per il biglietto verde.

Yen giapponese: mantenuta la view neutrale in quanto il paese potrebbe attrarre investimenti esteri se l'interesse per i titoli value, che sono ben rappresentati nei principali indici azionari, continuerà nel prossimo futuro.

Valute emergenti: abbassata la view a neutrale a causa della possibilità che un ulteriore aumento dei tassi statunitensi risk-free eserciti una pressione al ribasso sulle valute dei mercati emergenti.

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.