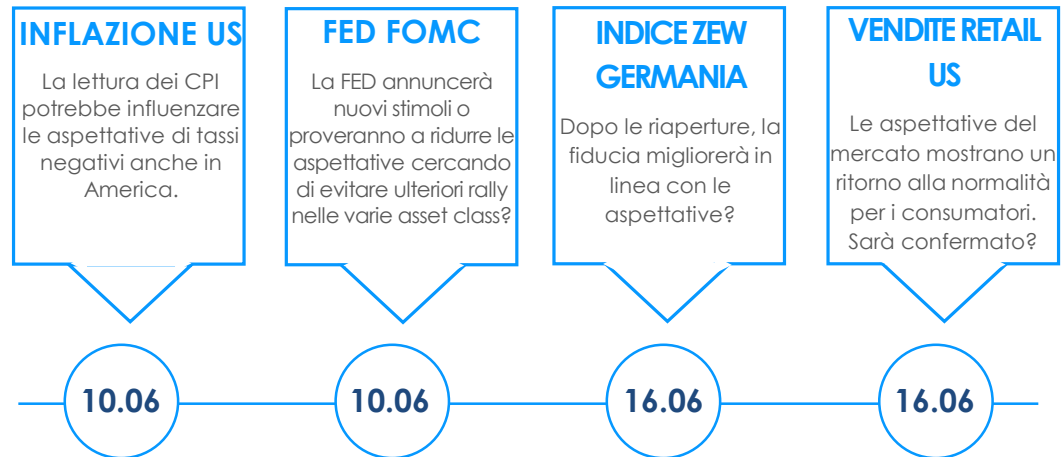


Eventi principali

Azimut Global Network

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



RED LINES

Immutato. Guardando alle performance da inizio anno, il 2020 sembra essere un anno molto noioso, con tutti i principali indici e asset class ai livelli del 2019 o leggermente inferiori. Il Covid-19 sembra essere un problema del passato senza effetti sul presente e sul futuro, almeno da un punto di vista finanziario.

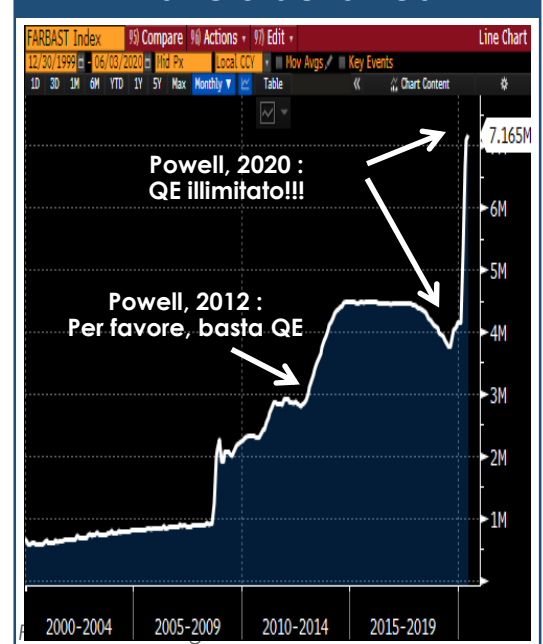
Questo è stato possibile solo grazie alle **azioni coordinate delle banche centrali mondiali**, specialmente la FED che grazie a «Mr. Powell» ha intrapreso il più grande stimolo monetario della storia. Ironicamente, è lo stesso Powell che nel 2012, durante un dibattito del FOMC sulle opportunità di implementare il QE3, si era mostrato contrario. (www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20121024meeting.pdf; pages 192-193):

*«Innanzitutto la domanda, perché fermarsi a 4.000 mld dollari? Il mercato in molti casi ci incoraggerà a fare di più. **Non sarà mai abbastanza per il mercato. I nostri modelli ci diranno sempre che stiamo aiutando l'economia e io probabilmente riterrò questi benefici sopravvalutati.***

*[...] in secondo luogo, penso che **siamo al punto di incoraggiare la presa di rischio** e ciò dovrebbe darci una pausa. **Gli investitori ora comprendono davvero che saremo lì per prevenire gravi perdite. Non è facile per loro fare soldi, ma hanno tutti gli incentivi per correre più rischi e lo stanno facendo.***

*[...] La mia terza preoccupazione - e anche di altri - è il **problema di uscire da un bilancio di quasi 4.000mld di dollari.**»*

Bilancio della Fed



Che dietrofront in 8 anni! Negli ultimi 3 mesi la FED ha ampliato il proprio bilancio di circa 3.500mld (e continua ad aumentare), un ammontare che equivale alla somma delle espansioni di bilancio dell'ultimo decennio. Sfortunatamente, gli effetti collaterali previsti da Powell circa 8 anni fa sono più attuali che mai.

RED LINES (continua)

Il rimbalzo di tutte le asset class è stato senza precedenti e **si stanno raggiungendo livelli che non sono più in sintonia con la realtà economica**. Partiamo dal mercato azionario. I price/earnings (P/E) misurati sulla base degli utili previsti per il 2020 (la linea verde nei seguenti grafici) stanno aumentando vertiginosamente come mai prima d'ora. Solo se misurati sugli utili previsti per il 2022 (la linea rossa nei seguenti grafici) le valutazioni sembrano rientrare nei limiti, anche se nella loro fascia più alta.



Fonte: Bloomberg

Sulla base degli utili previsti (linee verdi) l'S&P500 sta raggiungendo le **stesse valutazioni della bolla delle dot.com del 2000**. Lo stesso vale per il Nasdaq 100, i cui dati partono solo dal 2001. Le Small cap americane, che sono più legate all'economia reale e che beneficeranno meno del QE (non sono abbastanza grandi per rientrare nei principali indici ed ETF) hanno visto le loro valutazioni sbalzare vicino a 45 (indice S&P600). In Germania il P/E ha raggiunto 21.

Vale la pena notare sotto quali circostanze la aspettativa del P/E per il 2022 rientra ancora nei range storici. Guardiamo i valori nei box evidenziati in azzurro. I presupposti per la crescita implicita degli EPS sono i seguenti:

- S&P500: dagli EPS del 2020 di 125 a quelli del 2022 di 188 → il mercato si aspetta una crescita del 50%;
- Nasdaq 100: dagli EPS del 2020 di 330 a quelli del 2022 di 478 → il mercato si aspetta una crescita del 45%;
- S&P600: dagli EPS del 2020 di 20 a quelli del 2022 di 52 → il mercato si aspetta una crescita del 135%;
- DAX: dagli EPS del 610 a quelli del 2022 di 1040 → il mercato si aspetta una crescita del 70%.

Per il DAX bisogna sottolineare che gli EPS riportati per il 2019 sono stati 560; siccome le aspettative di mercato quest'anno sono state influenzate dal Covid-19, gli EPS saranno a 610 o il 10% in più rispetto ai livelli dell'anno scorso. In altre parole, **i mercati si aspettano che le compagnie tedesche beneficeranno dal lockdown e guadagneranno più del periodo precedente la pandemia**.

Al momento, i partecipanti al mercato stanno cercando di giustificare le valutazioni correnti sostenendo che gli utili del 2020 e del 2021 dovrebbero essere ignorati, in quanto non rappresentativi del vero potenziale di guadagno delle società, i cui livelli torneranno probabilmente nel 2022. La cosa irrazionale è che le compagnie sono così incerte sul loro futuro che molte hanno sospeso le loro linee guida, ma gli analisti sembrano essere convinti che le società saranno in grado di recuperare ogni perdita registrata a causa del coronavirus. Se la storia si ripeterà, quando **i mercati saranno obbligati a trovare una spiegazione creativa per giustificare le valutazioni** è perché ci si starà avvicinando ad una bolla.

RED LINES (continua)

Passiamo ora al Fixed Income e focalizziamoci sul High Yield, considerato il segmento del mercato del credito con i fondamentali più deboli. I grafici di seguito mostrano il YTW (Yield to Worst, la misura corretta del YTM per gli high yield).

I rendimenti, nel bel mezzo della crisi Covid, hanno raggiunto circa il 12% sia in America che nell'UE, ma hanno già recuperato la maggior parte del movimento.



Fonte: Bloomberg

Attualmente **gli YTW (rendimenti a scadenza annui) sono al 6,1% in America** (erano al 5% all'inizio del 2020) e **al 5,4% in UE** (dai minimi del 2020 di 3,2%). Se assumiamo che i danni del coronavirus sull'economia sono simili a quelli del 2008-2009, gli attuali YTM sono molto bassi. **Undici anni fa i rendimenti hanno raggiunto il 23% in America e il 30% in UE.** Ora stiamo negoziando a circa un quarto / un sesto di questi livelli. Vi sono innumerevoli altre prove che dimostrano come attualmente i mercati finanziari non stiano più prendendo in considerazione i fondamentali e che gli operatori del mercato abbiano rinunciato ad un approccio prudente nella valutazione del rischio / rendimento dei loro investimenti. Come ha sottolineato Powell, il rischio morale sembra essere l'unica scelta. Il rischio, tuttavia, è di **attraversare la minuscola «red line»** in cui i mercati finanziari potrebbero smettere di essere gli allocatori di risorse finanziarie più efficienti. Se iniziano a seguire ciecamente ciò che dicono i governi e / o le banche centrali, si entrerà in un sistema completamente diverso, quello della pianificazione centralizzata. **I prezzi delle asset class tendono a convergere verso i livelli desiderati del pianificatore centrale**, i gestori attivi sono costretti a «lasciare» i mercati e la liquidità si esaurisce progressivamente. Sfortunatamente, ci sono segnali che suggeriscono che questo processo potrebbe già essere iniziato. Prendiamo come esempio i treasury a 10 anni, uno degli strumenti più liquidi nei mercati finanziari.

Il grafico a lato mostra la movimentazione da inizio anno del prezzo dei contratti futures. Durante il panico, i prezzi dei futures sui treasury americani sono aumentati bruscamente. Dalla seconda metà di marzo, quando la FED ha iniziato ad intervenire, i prezzi hanno smesso di muoversi. Negli ultimi due mesi e mezzo, i contratti sono rimasti in un range di 1,3%. **Anche se l'S&P500 è rimbalzato più del 40% dai minimi di marzo, il treasury si è a malapena mosso invece che invertire la tendenza al rialzo della prima parte del 2020.**

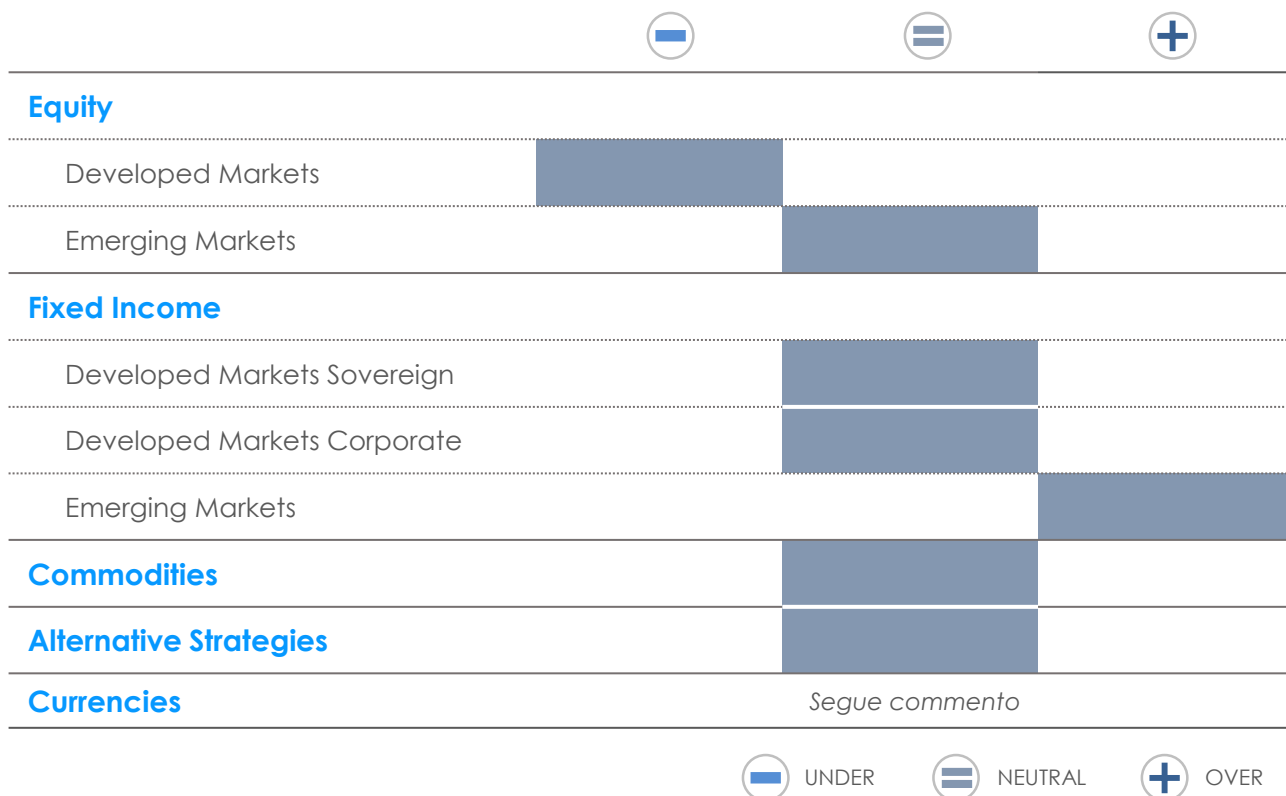
Il grafico a fianco, mostra lo stesso futures sul treasury bond con un orizzonte temporale di 3 anni. Si nota di nuovo l'innaturale comportamento della movimentazione del prezzo negli ultimi mesi, ma la cosa più importante è il volume (la parte inferiore del grafico). La linea arancione è la media mobile dei volumi di 3 mesi (62 giorni). Come previsto, i volumi sono aumentati nella prima parte dell'anno, ma poi improvvisamente hanno iniziato a diminuire una volta che i prezzi sono diventati limitati. Questa riduzione dei volumi non è normale, considerando l'esplosione dell'emissione di treasury bond da parte del Tesoro, gli acquisti della FED e le necessarie rettifiche di portafoglio degli operatori del mercato durante un periodo così instabile.



Fonte: Bloomberg

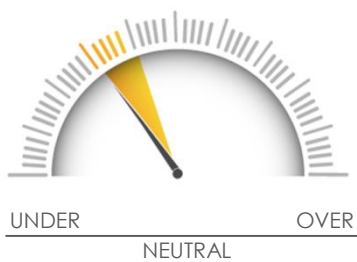
Le prossime settimane e mesi saranno cruciali per capire dove stiamo andando e quanto questa bolla indotta dai politici possa ancora crescere. Supponendo che la «red line» non verrà superata e che i mercati liberi continueranno a prevalere come hanno sempre fatto, le valutazioni correnti su tutte le asset class rischiose suggeriscono che ora un po' di cautela è appropriata.

Asset Allocation View



Equity

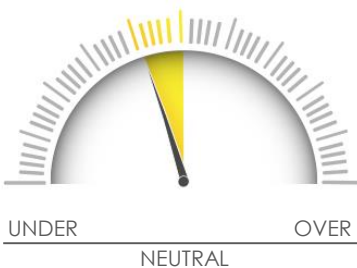
Developed Markets



Si mantiene la raccomandazione prudente. Le valutazioni sono a livelli elevati se misurati in termini di fondamentali. Il profilo rischio/rendimento è sub-ottimale, in quanto gli unici fattori a supporto sono gli interventi di banche centrali e governi. Una correzione potrebbe iniziare in qualunque momento, considerando le condizioni di ipercomprato. Un possibili trigger potrebbe essere l'irripidimento della curva dei rendimenti. Anche se le azioni sono poco attraenti su base assoluta, si può ancora trovare un po' di valore relativo. Due settimane fa è stata aumentata la raccomandazione sulle azioni europee a seguito dell'approvazione del Recovery Fund e si pensa che la recente forza possa persistere.



Emerging Markets

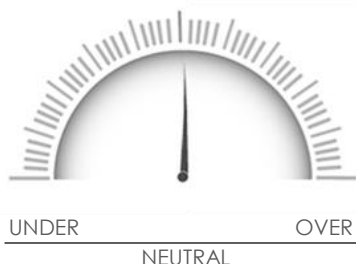


La raccomandazione rimane leggermente negativa dopo il recente rimbalzo. Si mantiene la preferenza sui mercati emergenti rispetto a quelli sviluppati, in quanto i multipli sono inferiori. In termini geografici non si preferisce più l'Asia rispetto all'Est Europa e l'America Latina in quanto il rimbalzo delle commodity potrebbe portare a un recupero nelle azioni cicliche che rappresentano la maggioranza degli indici russi e dell'America Latina.



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



Si mantiene una view neutrale in quanto i QE messi in atto dalle maggiori banche centrali dovrebbero mantenere i tassi nell'intorno dei livelli attuali. In Europa la BCE ha appena annunciato l'acquisto di € 600mld di bond e l'estensione della durata del PEPP. A causa dei livelli attuali dei rendimenti sovrani, c'è poco valore. Al momento una strategia profittevole potrebbe essere implementare irripidimenti della curva nei portafogli. L'attitudine al rischio nel mercato azionario potrebbe portare alla percezione che un recupero è effettivamente in arrivo e quindi la parte lunga della curva potrebbe iniziare a muoversi al rialzo.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



Si mantiene la view di leggero sovrappeso. Sfortunatamente, come in mole asset class, i livelli raggiunti non sono più particolarmente attrattivi. Ciononostante, a causa dei vari QE, gli investment grade corporate sono protetti come quelli sovrani, ma offrono rendimenti leggermente più alti. Nel fixed income gli investment grade sembrano essere i migliori in termini di rischio/rendimento. È stata ridotto il peso di high yield europei ed americani, in quanto gli spread sono troppo contratti e considerando l'aspettativa di aumento del tasso di default.

IG Europe



IG US



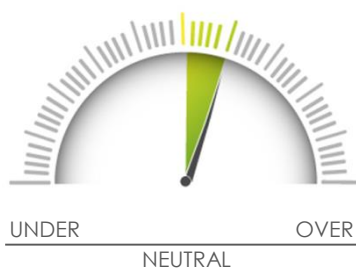
HY Europe



HY US



Emerging Markets



È stata aumentata la raccomandazione a leggermente sovrappeso, in quanto questa asset class non ha beneficiato allo stesso modo degli altri segmenti del veloce recupero del mercato del credito. Sono rimasti indietro a causa delle banche centrali locali che non hanno avviato QE sui loro bond, quindi gli investitori sono stati cauti negli acquisti. Considerando i bassi livelli di risk-free, la compressione degli spread nei corporate dei mercati sviluppati e il rimbalzo delle commodity, c'è spazio per un recupero dei bon emergenti. Tra questi si preferiscono i local currency bond.

Local Currency



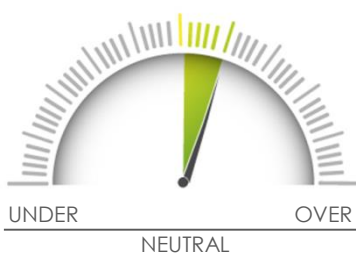
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



La view è neutrale con una leggera tendenza positiva. Si continuano a preferire i metalli preziosi, non solo per il contesto di bassi rendimenti, ma anche e soprattutto come copertura contro tensioni geopolitiche e turbolenze inaspettate. A causa della possibilità che l'Euro continuerà a essere abbastanza forte nel breve termine (vedi la sezione currency) per gli investitori europei i metalli preziosi potrebbero rappresentare soluzioni meno invitanti in quanto la forza dell'euro incide sulla performance. Si è neutrali sulle commodity energetiche dopo il grande rimbalzo del petrolio e ancora moderatamente cauti sui metalli industriali (si aspetta un segnale di recupero).

Precious



Energy



Industrial



Alternative Strategies



UNDER OVER
NEUTRAL

È stata aumentata la raccomandazione a neutrale sulle strategie alternative a causa della riduzione dei rendimenti attesi su altre asset class. Ciò implica che altre asset class hanno ora un rischio al ribasso più elevato e potrebbero essere vulnerabili anche alla volatilità. Pertanto le strategie alternative / decorrelate sono più interessanti su base relativa.

Low Volatility



Medium Volatility



High Volatility



Currencies

Euro: view leggermente positiva. L'approvazione del Recovery Fund non è solo il segno di una maggiore coesione tra i membri dell'Unione Europea, ma può anche essere interpretata come un primo passo concreto verso maggior integrazione e stabilità. L'Europa ha rappresentato il più grande sottopeso nei portafogli degli investitori, c'è quindi spazio per rimanere forte nel breve e medio termine grazie al flusso di acquisti.

Dollaro americano: view leggermente negativa, non solo a causa delle aspettative sull'Euro, ma anche a causa dei legislatori (governo, FED) che sembrano disposti a intraprendere una spesa ancora maggiore e un allentamento monetario. Inoltre, i disordini in America non hanno aiutato.

Yen giapponese: view leggermente negativa. Non ci sono catalizzatori positivi in vista.

Valute emergenti: view costruttiva. La maggior parte sembra essere sottovalutata e i rendimenti offerti sono sempre più interessanti con il repentino calare dei rendimenti a scadenza nei mercati sviluppati.

Euro



USD



Yen



Emerging



Il presente documento è stato redatto da Azimut sotto la propria esclusiva responsabilità ed è destinato esclusivamente alla rete di consulenti finanziari a scopo informativo.

Ne è quindi vietata la consegna in ogni sua forma (copia fotostatica, email ecc.) a soggetti terzi. Azimut, pertanto, non potrà essere ritenuta responsabile per danni derivanti dall'utilizzo, da parte di terzi cui il presente documento dovesse essere messo a disposizione, dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento o di danni comunque asseriti come ad essi connessi.

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 di qualsivoglia potenziale destinatario 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.

Si precisa che le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni.

Il documento è di proprietà di Azimut, la quale si riserva il diritto di apportare ogni modifica del contenuto del documento in ogni momento senza preavviso, 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.