

## Eventi Principali

### Azimum 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



## REALTÀ AUMENTATA

Tutto si sta svolgendo come previsto. Nelle nostre previsioni per il 2021 (vedi «Azimum Global View» del 23 dicembre u.s.) e durante la nostra convention annuale, avevamo delineato due rischi principali per il 2021: l'incapacità di contenere la pandemia dovuta alla mutazione del virus o a problemi con il lancio del vaccino e aspettative di una ripresa talmente forti da provocare un immediato rialzo dei tassi che, a sua volta, genererà una correzione degli asset rischiosi. Per fortuna, tra i due, sembra concretizzarsi la robusta ripresa economica, mentre sul fronte virale i vaccini si stanno dimostrando efficaci e dovrebbero consentire il raggiungimento dell'immunità di gregge entro pochi mesi.

In questo scenario, è più che razionale che i tassi aumentino in quanto una crescita economica più forte richiede tassi reali più elevati, anche senza una ripresa dell'inflazione. Una combinazione di fattori aggiuntivi ha contribuito però ad un rally più brutale dei tassi. Tra questi possiamo citare:

- l'annuncio di Boris Johnson del piano di riapertura del Regno Unito, che ha fatto sperare in un destino simile al resto del mondo;
- l'approvazione del nuovo vaccino monodose prodotto da Johnson & Johnson;
- le rassicuranti dichiarazioni dei banchieri centrali che confermano di non essere preoccupati per il recente movimento dei tassi di mercato, e quindi non dovrebbe delinarsi, almeno nel breve, un cambiamento nella politica monetaria.

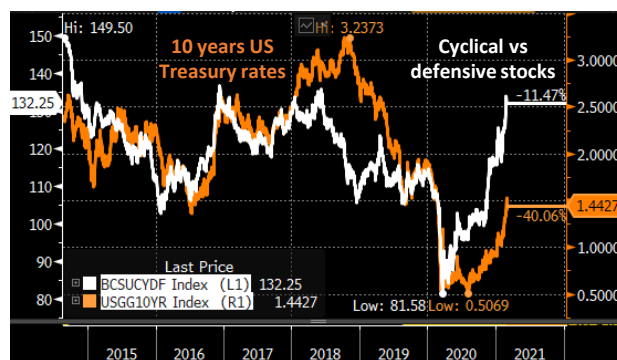
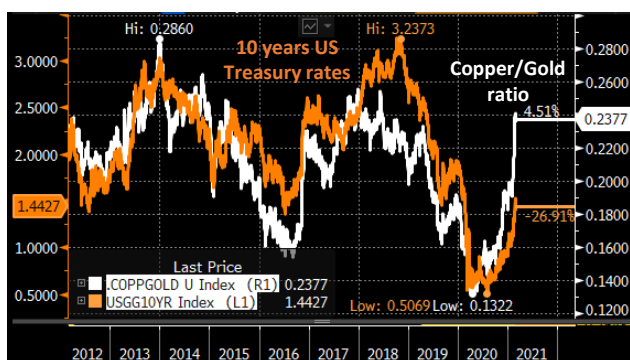
L'impatto maggiore però è probabilmente arrivato dai progressi nell'approvazione del piano di stimolo fiscale da 1.900 miliardi di dollari sostenuto dall'amministrazione Biden, che è stato approvato dalla Camera il 27 febbraio. Biden e Yellen non vogliono ripetere l'errore commesso nel 2009, quando l'incapacità di approvazione di un piano di stimolo fiscale sufficientemente ampio si tradusse in una ripresa dell'economia più lenta e più dilazionata nel tempo.

Questo disegno della legge è stato contestato nientemeno che da Larry Summers, che ha servito come segretario al Tesoro sotto il presidente Bill Clinton e come consigliere economico senior di Barack Obama; due ex presidenti democratici degli Stati Uniti. Un articolo del Washington Post ha affermato che il piano di stimolo è troppo grande considerando l'output gap (che indica la differenza tra l'output effettivo di un'economia e l'output potenziale massimo di un'economia).

## REALTÀ AUMENTATA (continua)

Citando il Washington Post: "Nel 2009, il divario tra la produzione potenziale effettiva e quella stimata era di circa \$ 80 miliardi al mese, in aumento. Le misure di stimolo del 2009 hanno fornito un incremento di circa \$ 30-40 miliardi al mese durante il 2009, un importo pari alla metà della mancata produzione. Al contrario, le recenti stime del Congressional Budget Office suggeriscono che con il pacchetto da \$ 900 miliardi già emanato, ma senza alcun nuovo stimolo, il divario tra la produzione effettiva e potenziale diminuirà da circa 50 miliardi di dollari al mese (dato a inizio anno) a \$ 20 miliardi al mese. Lo stimolo proposto ammonterà a circa 150 miliardi di dollari al mese, anche prima di prendere in considerazione eventuali misure di proseguimento. Questo numero è almeno tre volte più grande dell'entità del deficit di produzione".

Spingere la domanda aggregata attraverso lo stimolo fiscale fino al punto di superare la capacità massima di produzione probabilmente si tradurrà in un surriscaldamento dell'economia e, probabilmente, in un'accelerazione dell'inflazione. Ciò non è gradito, considerando che il mercato prevedeva già un'inflazione più elevata, come dimostrato nei grafici sottostanti. Il rapporto rame/oro e il rapporto tra azioni cicliche e difensive (entrambi in bianco) «richiedevano» già tassi USA a 10 anni di circa il 2,0% -2,5%.



Fonte: Bloomberg

L'aumento dei tassi dei titoli di Stato ha portato al superamento delle linee di tendenza al ribasso a lungo termine sui tassi di interesse in diversi paesi principali (tranne gli Stati Uniti) che, se non venissero annullate, potrebbero innescare un'ulteriore pressione alla vendita sui titoli sovrani per coprire la durata del portafoglio.

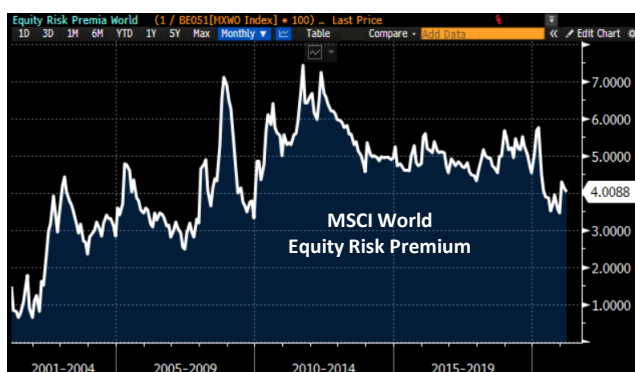


Fonte: Bloomberg

## REALTÀ AUMENTATA (continua)

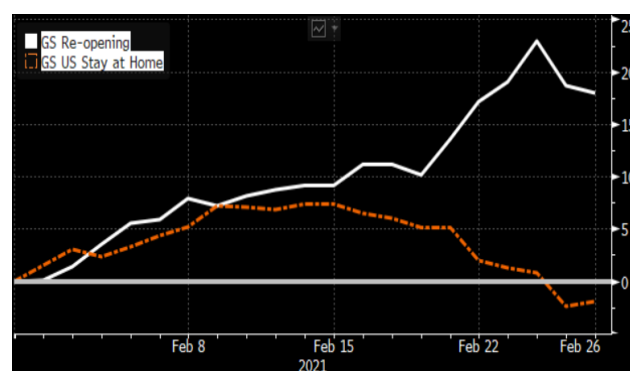
I mercati azionari, però, non hanno risentito del rialzo dei tassi di interesse e hanno chiuso il mese a + 2,4% (sia in euro che in dollari USA) essenzialmente per due ragioni. La prima è che l'aumento dei tassi sinora avvenuto è imputabile alle aspettative di una ripresa più forte nella seconda metà dell'anno, normalmente associata a tassi reali più elevati. La seconda ragione è stata la forza della recente reporting season nella quale sono aumentate le aspettative sugli utili, che a loro volta hanno aumentato i rendimenti attesi per le azioni. Conseguentemente, il premio per il rischio azionario è rimasto sostanzialmente invariato nonostante l'aumento dei tassi.

Questa apparente calma sui principali indici azionari nasconde in realtà un'intensa rotazione: tutto ciò che ha beneficiato in questi mesi/anni di tassi bassi e scarsa crescita economica (growth, tecnologia) ha subito cali molto forti, mentre tutto ciò che beneficia di un aumento dei tassi o di una crescita economica sostenuta (value, ciclici) è salito di pari passo. Nella seconda metà di febbraio, l'indice MSCI World Growth ha sottoperformato l'indice MSCI World Value di quasi il 7%.



Fonte: Bloomberg

La rotazione è stata più estrema di quanto immaginiamo se guardiamo a temi specifici che si sono comportati molto bene / molto male nel recente passato. A questo proposito vengono forniti due esempi: il primo grafico sotto mostra l'indice "Non-Profitable Tech" che, sebbene composto da società con fondamentali molto deboli, è cresciuto notevolmente nell'ultimo anno. A seguito della recente impennata dei tassi, l'indice ha subito in pochi giorni una correzione di oltre il 20%. Il secondo grafico mostra invece l'andamento assoluto degli indici tematici "stay at home" (dove tutto beneficia della pandemia) e "reopening" (dove tutto beneficia di un ritorno alla vita normale).



Fonte: Bloomberg

Ci sono molti suggerimenti che possiamo trarre dai recenti sviluppi:

1. Il recente aumento dei tassi risk-free è stato indotto dalle aspettative di una maggiore crescita economica derivante da una progressiva riapertura delle economie. Le aspettative di una maggiore inflazione devono ancora essere valutate.

## REALTÀ AUMENTATA (continua)

2. È ragionevole aspettarsi che i tassi di interesse non si muoveranno significativamente al di sopra dei livelli attuali a meno che non comincino a manifestarsi pressioni inflazionistiche concrete. Ciò potrebbe accadere a partire dalla seconda metà di aprile, quando il dato dell'inflazione dovrebbe balzare oltre il 2% (grazie all'effetto base).
3. Fintanto che l'aumento dei tassi è guidato dalle aspettative di una crescita economica più forte e fino a quando i livelli massimi raggiunti a febbraio non verranno superati in modo significativo, l'aspettativa è che i mercati azionari, nel loro complesso, non subiranno ribassi significativi.
4. Considerando che ci stiamo effettivamente muovendo verso uno scenario di reopening e normalizzazione, risultano sempre più favorite le società cicliche con valutazioni ragionevoli che potrebbero beneficiare di un aumento dei tassi. In genere, questi titoli sono rappresentati principalmente nei mercati azionari europei e giapponesi, all'interno di small cap e / o fondi con uno stile di investimento value. Al contrario, le società che potrebbero soffrire di più in questo scenario sono i titoli growth con valutazioni molto elevate, che di solito sono più rappresentati negli indici statunitensi. I mercati emergenti si trovano nel mezzo, poiché i paesi in via di sviluppo da un lato beneficiano enormemente di una ripresa economica forte e sincronizzata, ma dall'altro sono influenzati negativamente dall'aumento dei tassi nei paesi sviluppati.

Prendendo in considerazione i punti precedenti, siamo dell'opinione che per almeno alcune settimane i mercati finanziari potrebbero godere di un ambiente abbastanza favorevole e, con un corretto posizionamento di portafoglio, è ancora possibile generare extra-performance.

# Asset Allocation View



## Equity

Developed Markets

Emerging Markets

## Fixed Income

Developed Markets Sovereign

Developed Markets Corporate

Emerging Markets

## Commodities

## Currencies

Segue commento



## Equity

### Developed Markets



Mantenuta la view positiva. L'aumento dei tassi delle ultime due settimane è stato principalmente guidato dalle aspettative di una crescita economica più forte, si pensa che a breve termine i tassi non saliranno al di sopra dei massimi di giovedì scorso (si veda il commento principale). Il modesto ritracciamento sui principali indici azionari va quindi letto come un'opportunità di acquisto. Rimane una preferenza per l'Europa e il Giappone, dove i titoli ciclici che beneficiano di un aumento dei tassi sono ampiamente rappresentati, mentre gli Stati Uniti rimangono sottopesati a causa del maggior peso dei titoli tecnologici e growth che tendono a essere influenzati negativamente dall'aumento dei tassi.

US



Europe



Japan



### Emerging Markets



View ridotta tatticamente. Il forte aumento a breve termine dei tassi risk-free potrebbe attenuare il sentiment molto positivo sui mercati emergenti. Inoltre, nell'ultimo anno il peso dei titoli growth negli indici dei mercati emergenti è aumentato notevolmente. Pertanto, anche se a lungo termine i mercati emergenti dovessero continuare a crescere più velocemente dei mercati sviluppati e l'aumento del tasso è stato guidato dall'aspettativa di una crescita più forte, si preferisce mantenere un approccio più cauto nel breve termine.

Asia ex-Japan



EEMEA



LATAM



## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



View leggermente ridotta, dopo il forte aumento dei tassi delle ultime due settimane. Si pensa che i tassi potrebbero aver temporaneamente raggiunto il picco giovedì scorso (vedere il commento principale nel prologo). La visione di medio-lungo termine rimane invariata tra le aspettative di ulteriori aumenti quando i CPI globali inizieranno ad aumentare a causa dell'effetto base. Considerando che la BCE è stata più esplicita di altre banche centrali contro il rialzo dei tassi e che il PEPP non è stato completamente usato, è possibile che la BCE possa intervenire sui mercati, e di conseguenza è stata aggiornata la posizione sui bond EU Core a neutrale.

EU Core



EU Periphery



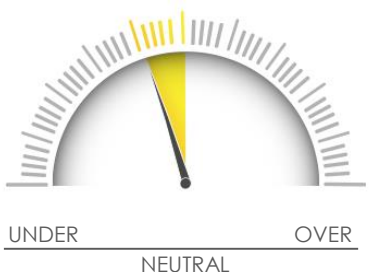
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



Mantenuta la view negativa. Il recente movimento dei tassi risk-free non è stato sufficientemente esteso da rendere nuovamente attraenti le obbligazioni investment grade e nello spazio high yield gli spread 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



Mantenuta la view rialzista poiché la prospettiva di una forte ripresa dovrebbe essere di supporto per l'asset class. Nonostante ciò, le obbligazioni dei mercati emergenti sono generalmente influenzate negativamente dall'aumento dei tassi risk-free, in particolare sulla curva statunitense. Il recente movimento dei tassi statunitensi non è stato ancora sufficientemente esteso da influenzare materialmente l'asset class, ma se i tassi dovessero continuare ad aumentare, dovrebbe essere garantito un approccio più cauto alle obbligazioni dei mercati emergenti. Tra le obbligazioni in valuta locale si preferisce 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 risk-free, ma l'ampia liquidità e l'aspettativa di un'inflazione più elevata nel corso dell'anno dovrebbero sostenere i metalli preziosi. È stata abbassata tatticamente la raccomandazione sui metalli industriali in quanto potrebbero essere vulnerabili a ritracciamenti a breve termine dopo i recenti forti aumenti.

Precious



Energy



Industrial



## Currencies

**Euro:** view neutrale, in quanto da un lato l'aspettativa di una crescita economica più forte dovrebbe sostenere la domanda di titoli ciclici/value che sono più rappresentati nell'UE rispetto agli Stati Uniti e dall'altro l'avvio più lento del previsto del vaccino potrebbe incidere negativamente sulle aspettative di ripresa dell'Eurozona.

**Dollaro americano:** view mantenuta negativa a causa di 1) un'aspettativa di rendimenti a breve termine più bassi nella curva US, come ampiamente discusso nella Global View del 15 febbraio u.s., 2) l'aspettativa per l'approvazione a breve termine di un altro piano di stimolo e 3) la possibile sottoperformance delle azioni statunitensi che potrebbe essere trascinata dai titoli growth sensibili ai tassi.

**Yen giapponese:** view mantenuta 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:** view mantenuta leggermente positiva ma, come evidenziato nel commento per le obbligazioni dei mercati emergenti, se i tassi statunitensi continueranno a salire, la view dovrebbe essere rivista a neutrale.

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.