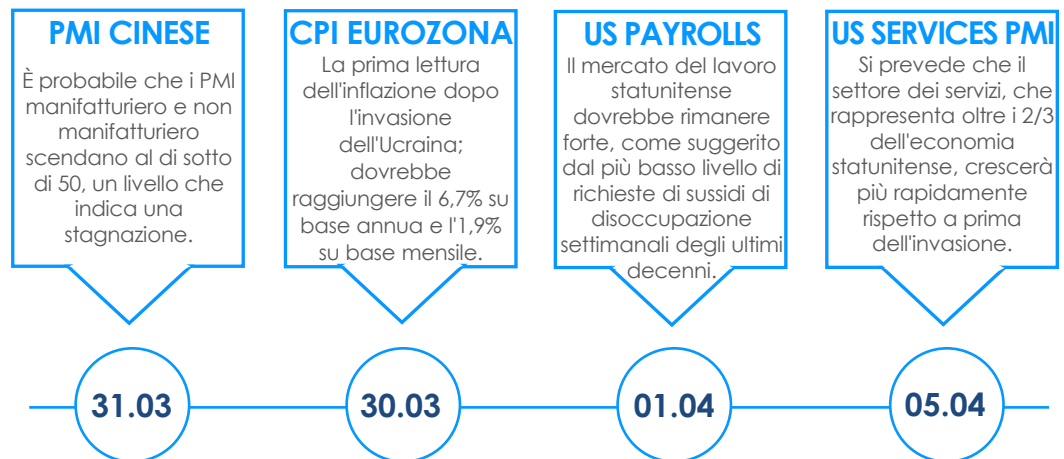


Principali Eventi

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

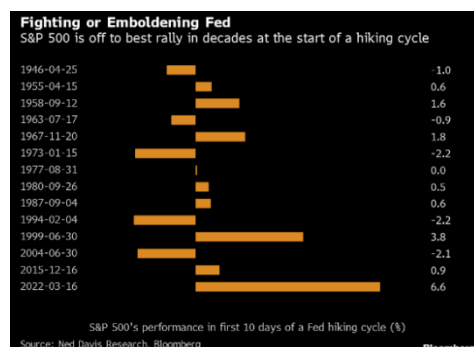


Forza o negazionismo?

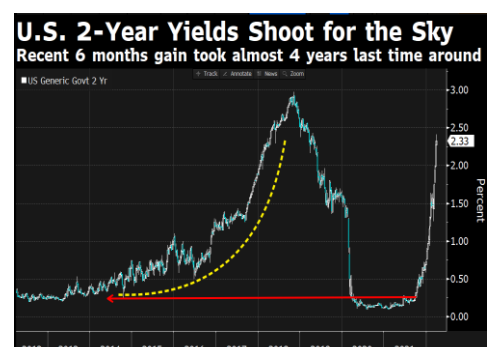
- Nelle ultime due settimane, i mercati azionari, in particolare le società growth e il mercato americano, ha registrato un forte rimbalzo;
- Dato il simultaneo rialzo dei tassi e un atteggiamento molto più aggressivo da parte delle banche centrali, specialmente della FED, il rialzo dei mercati lascia perplessi;
- Per gli investitori che sono sovraesposti alle azioni, il rimbalzo sopra ai livelli prebellici offre l'opportunità di ridurre il posizionamento, anche se le azioni rimangono comunque l'asset class preferita.

Ci risiamo. Nel 2021, a partire da metà marzo e proseguendo poi nella seconda metà dell'anno, i mercati finanziari avevano ignorato tutti i venti contrari e avevano continuato la loro crescita senza timori. Ad oggi, né la prima grande guerra dopo gli anni '80, né l'impetuosa inflazione o una FED aggressiva sono stati ora in grado di convincere gli investitori ad essere più cauti.

Dalla riunione della Fed del 16 marzo, il mercato azionario statunitense ha registrato un forte rimbalzo con l'S&P500 in crescita di oltre il 9% e il Nasdaq100 di circa il 14%, la più forte performance dei mercati azionari all'inizio di un ciclo di rialzo dei tassi. Questo è però in contrasto con l'aumento di 50, 35 e 15 punti base rispettivamente del tasso americano a 2, 10 e 30 anni nello stesso periodo di tempo. Negli ultimi decenni, l'entità e il ritmo di aumento, in particolare della parte corta della curva, sono stati fuori misura.

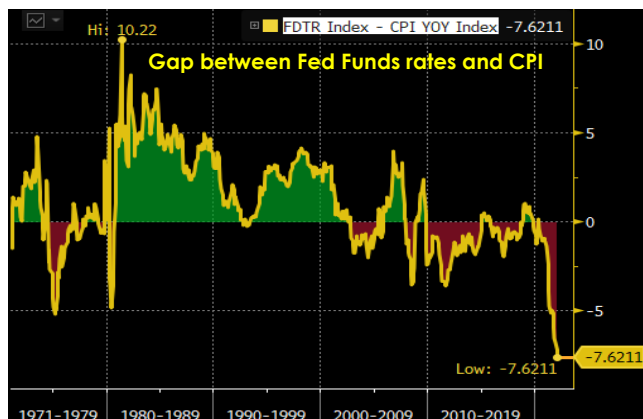


Fonte: Bloomberg

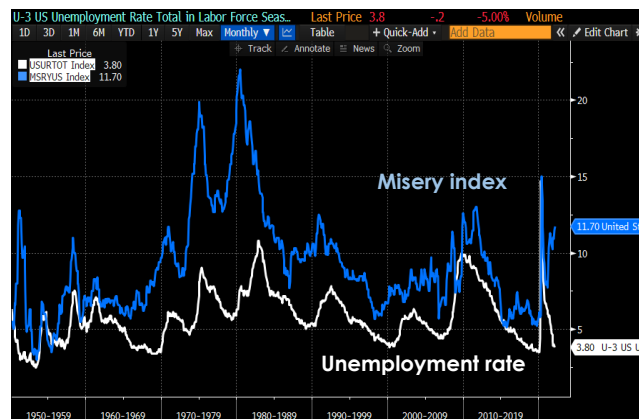


Fonte: Bloomberg

Forza o Negazionismo? (continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Il tono di Powell durante la conference call a seguito della FOMC è stato particolarmente forte, così come lo è stata la sua testimonianza di qualche giorno dopo, in cui ha espresso esplicitamente la possibilità di crescita anche di più di 25 punti basi ad ogni meeting. Dopo che l'anno scorso si è palesemente sbagliata sulla transitorietà dell'inflazione, la Fed è ora messa alle strette dal divario più ampio della storia tra tassi ufficiali e l'inflazione dei CPI.

Inoltre, la questione attuale è legata all'inflazione e non al mercato del lavoro, al contrario di quanto successo in passato. Nel grafico in alto a destra, il «misery Index» (tasso di disoccupazione più tasso d'inflazione, linea blu) viene confrontato con una sola sua componente, il tasso di disoccupazione (linea bianca). L'inflazione è quindi rappresentata dalla distanza tra le due linee.

Fino all'anno scorso le due linee si muovevano insieme (con movimenti più ampi per il misery index), ciò implicava il fatto che quando l'inflazione cresceva, lo faceva anche il tasso di disoccupazione. Dato che la Fed ha un duplice mandato costituzionale di perseguire la piena occupazione e la stabilità dei prezzi, ha dovuto trovare un equilibrio nelle sue azioni tra il bisogno di alzare i tassi per combattere l'inflazione e il bisogno di ridurli per sostenere il mercato del lavoro. La Fed però, nelle circostanze attuali, non può argomentare la necessità di mantenere i tassi bassi per migliorare il mercato del lavoro, in quanto l'economia statunitense ha già raggiunto la piena occupazione. Quello in cui invece la Fed ha delle mancanze è l'altro mandato, quello della stabilità dei prezzi; sarà ritenuta responsabile se non agirà con vigore per domare l'inflazione.

Il mercato è stato costretto a riconoscere il recente posizionamento più aggressivo della Fed e si aspetta che i tassi sui fondi della Fed crescano di ancora del 2,38% entro la fine dell'anno (linea bianca nel grafico sotto). Questo corrisponde ad almeno 50 punti base ad ogni sessione del 2022. Il mercato ha previsto che l'attuale ciclo di rialzi si concluderà a circa il 3% nel 2023. Successivamente, l'aspettativa è che questi aumenti dei tassi si tradurranno in un errore di policy, forzando la Fed a invertire la sua posizione. Di conseguenza, il mercato ora si aspetta un taglio dei tassi di 25 bps e la metà tra metà 2023 e dicembre 2024.

Solo il tempo ci dirà se le previsioni sono corrette. Se la storia insegna, per ritornare ad una stabilità dei prezzi, i tassi hanno sempre dovuto essere alzati ai livelli del tasso d'inflazione, o addirittura al di sopra.

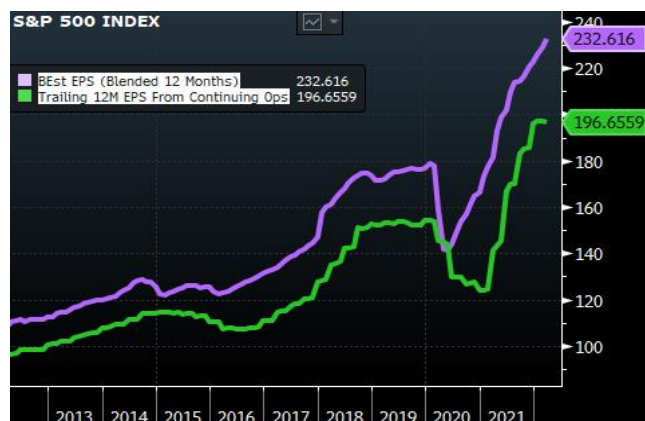
L'inflazione, che era già al 7,9% prima dei conflitti e di una nuova ondata di Covid in Asia, potrebbe raggiungere cifra doppia nei prossimi mesi. Probabilmente assumere che i tassi d'interesse raggiungeranno il 3%, per poi rimanere bassi più a lungo, è una visione troppo ottimista.

La reazione positiva dei mercati azionari si è probabilmente basata sul presupposto che i tassi (e l'inflazione) dovrebbero scendere nel giro di un anno e sulle rassicurazioni di Powell che l'economia è abbastanza forte da sostenere tassi elevati.

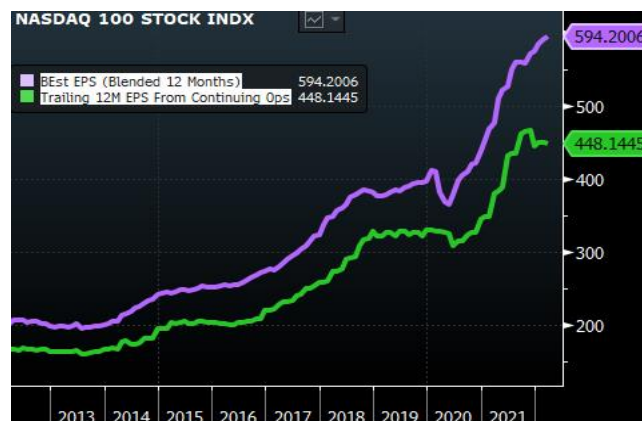


Fonte: Bloomberg

Forza o Negazionismo? (continua)



Fonte: Bloomberg

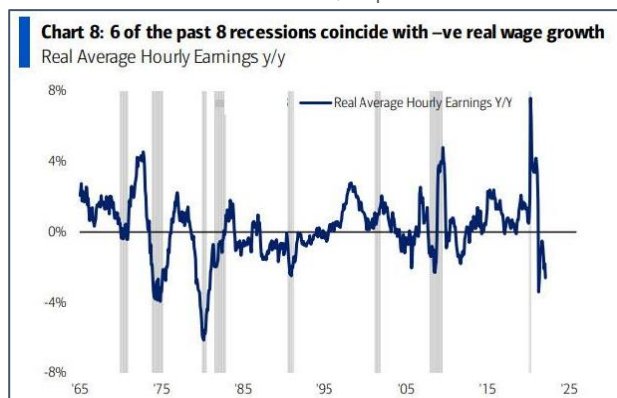


Fonte: Bloomberg

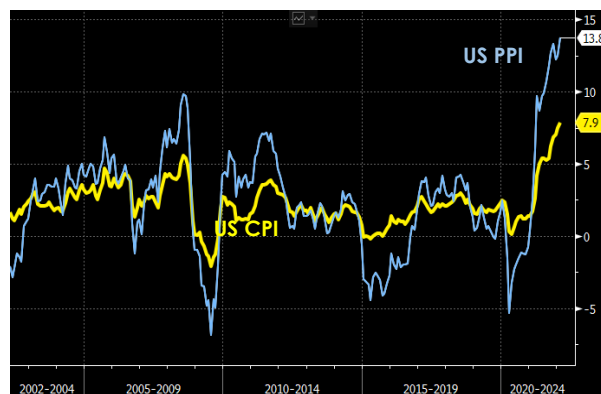
A parte le ipotesi ottimistiche, gli analisti equity continuano a proiettare la recente crescita degli EPS anche nel prossimo futuro, a prescindere dalla traiettoria dei tassi, dai rischi di una crescita più lenta del PIL e da margini minori. Nei grafici qui sopra sono messi a confronto l'EPS previsto per i prossimi 12 mesi (in viola) e l'EPS registrato negli ultimi 12 mesi (in verde). Anche se la linea verde sta rallentando, quella viola continua a crescere indisturbata al suo tasso attuale.

Per l'S&P 500 e per il Nasdaq 100, questi numeri mostrano che, nei prossimi due anni, c'è un'aspettativa di crescita degli utili del 18% e del 33% (prossimi 12 mesi rispetto ai 12 mesi precedenti). Vale la pena notare che l'EPS degli ultimi 12 mesi include i due trimestri che hanno registrato il tasso di «beat» (utili superiori alle aspettative) più alto della storia e due dei più grandi stimoli fiscali di sempre. Assumere che l'EPS possa continuare a crescere a questi tassi partendo da una base così forte, è forse, ancora una volta, eccessivamente ottimista.

L'appiattimento o addirittura l'inversione delle curve indica che i tassi di crescita potrebbero rallentare o addirittura invertire il proprio corso nel prossimo futuro. Inoltre, quando i salari diminuiranno in termini reali, come sta accadendo ora, è probabile che ne seguirà una recessione.



Fonte: BofA Global Research, Bloomberg



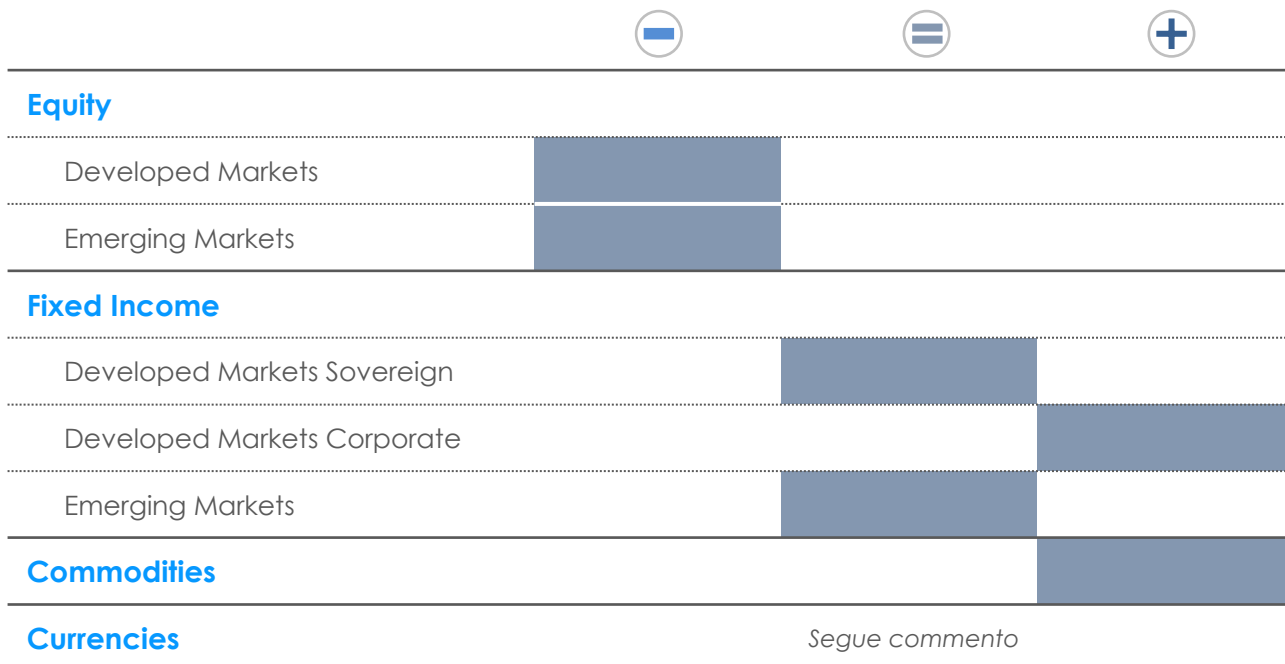
Fonte: Bloomberg

Infine, costi di input più elevati (PPI) si ripercuoteranno sul consumatore (ma così facendo l'inflazione si consolida) o influiranno negativamente sui margini aziendali per la parte che non viene trasferita sui CPI. Non è magia, i costi di input più elevati non possono semplicemente scomparire senza avere ricadute.

Quindi cosa si può fare? Innanzitutto, ricordare che la preoccupazione principale in questo momento è come preservare al meglio i portafogli dei clienti da un'inflazione in aumento e forse non così transitoria, e che le azioni tendono ad essere la migliore asset class nel medio termine nel momento in cui i prezzi salgono alle stelle.

Nonostante i problemi causati dalla guerra, l'aumento dei prezzi delle materie prime, tassi più elevati e banche centrali più restrittive, le azioni sono tornate ai livelli pre-invasione. Pertanto, se alcuni clienti ne sono sovraesposti rispetto alla loro tolleranza al rischio, si può sfruttare l'attuale rialzo per ridurre parzialmente l'esposizione azionaria complessiva. Se i clienti sono abbastanza esposti alle azioni e/o hanno approfittato della recente correzione per aumentare la loro allocazione alle azioni, possiamo mantenere le posizioni e continuare nell'accumulo graduale di azioni.

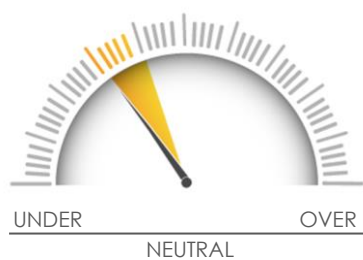
Asset Allocation View



UNDER
 NEUTRAL
 OVER

Equity

Developed Markets



View ulteriormente ridotta a **sottopeso**. Nel prologo ci sono le ragioni del declassamento tattico. Si considera l'attuale rimbalzo che ha riportato i principali indici al di sopra dei livelli pre-invasione come un'opportunità per ridurre l'esposizione azionaria complessiva per coloro che sono sovraesposti alle azioni. Si ribadisce l'opinione secondo cui ci si aspetta che le azioni forniscano i migliori rendimenti aggiustati per l'inflazione nel medio termine e si consiglia di rientrare nel mercato dopo qualsiasi correzione significativa.

US



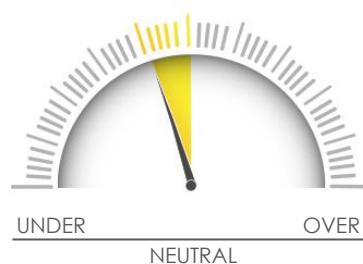
Europe



Japan



Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Durante la recente ripresa, i mercati emergenti sono rimasti indietro rispetto ai mercati sviluppati a causa di un aumento più rapido dei tassi in anticipo da parte delle banche centrali occidentali. Tuttavia, si consiglia di continuare ad accumulare azioni dei mercati emergenti perché negoziano a un forte sconto rispetto ai mercati sviluppati. Tra i mercati emergenti si ha una visione moderatamente prudente dell'Asia, dato il picco dell'infezione da covid-19, nonché perché è un importatore di materie prime. Al contrario, si consiglia di acquistare l'America Latina in caso di flessione perché è un importante esportatore di materie prime e beneficia dell'essere l'unica regione non interessata dalle preoccupazioni geopolitiche.

Asia ex-Japan



EEMEA



LATAM



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



UNDER OVER
NEUTRAL

View mantenuta **neutrale**. Da un lato, le obbligazioni sovrane possono beneficiare del loro status di rifugio sicuro se il conflitto dovesse intensificarsi, ma dall'altro sono esposte a ribassi se i tassi dovessero continuare a normalizzarsi verso livelli più elevati a causa dell'inflazione galoppante. Si ritiene che questi due rischi siano bilanciati nel breve termine. A seguito dell'atteggiamento più aggressivo delle principali banche centrali, nel medio termine è aumentato il rischio di tassi notevolmente più elevati.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



UNDER OVER
NEUTRAL

View mantenuta in **leggero sovrappeso**. La decisione di mantenere la raccomandazione deriva principalmente da una visione prudente su tutti gli asset rischiosi che potrebbero vedere ulteriori ribassi se la controversia dovesse intensificarsi e/o aumentare ulteriormente i tassi di interesse. Le obbligazioni societarie di qualità elevata a scadenza breve sono viste come la migliore opzione per resistere alla tempesta tra le asset class. Il recente aumento dei tassi risk-free, insieme al leggero allargamento degli spread su società con fondamentali solidi, consente un rendimento solido con bassa volatilità. Le obbligazioni societarie ad alto rendimento ea breve termine continuano ad avere prospettive negative.

IG Europe



IG US



HY Europe



HY US



Emerging Markets



UNDER OVER
NEUTRAL

View mantenuta in **leggero sottopeso**. L'invasione dell'Ucraina ha comportato una brusca inversione dei flussi verso le obbligazioni dei mercati emergenti osservata nelle prime settimane di quest'anno, e ha provocato un ampliamento significativo degli spread, principalmente nello spazio delle valute forti. Anche le obbligazioni in valuta forte hanno risentito della lunghissima duration tipica dell'asset class. Finché le banche centrali occidentali continueranno ad inviare messaggi aggressivi, è ragionevole aspettarsi che, nonostante gli spread raggiungano livelli elevati, le obbligazioni dei mercati emergenti rimangano sotto stress. Si preferiscono le obbligazioni in valuta locale emesse da paesi esportatori di materie prime.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



UNDER OVER
NEUTRAL

View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Si continuano a preferire i metalli preziosi, in particolare per via del loro status di rifugio sicuro durante gli attuali sviluppi in Ucraina. Inoltre, i metalli preziosi continuano ad essere sostenuti da tassi di interesse reali profondamente negativi e possono fungere da copertura contro l'inflazione se l'inflazione si rivela non temporanea. È stata mantenuta una visione più cauta sulle altre commodities.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro US: view positiva, rafforzata principalmente grazie al suo status di «porto sicuro», che normalmente sovraperforma durante i periodi di turbolenza del mercato. Inoltre, il biglietto verde dovrebbe essere sostenuto dall'aspettativa di tassi di inflazione più elevati, da un differenziale di tasso più ampio rispetto alle altre valute e da un'esposizione relativamente limitata dell'economia statunitense alla Russia.

Euro: view negativa, considerando che l'Europa sarà la zona più colpita dalla guerra in Ucraina per l'aumento dei prezzi delle materie prime, per l'interruzione della catena di approvvigionamento, per la maggiore esposizione delle società finanziarie alla Russia, per la vicinanza geografica all'area del conflitto e una maggiore avversione al rischio verso l'Europa da parte degli investitori internazionali.

Renminbi cinese: view negativa per l'attesa di politiche monetarie più accomodanti e per la posizione ambigua della Cina rispetto al conflitto in Ucraina.

Valute emergenti: view mantenuta neutrale, poiché gli esportatori di materie prime nei mercati emergenti trarranno grandi benefici dal significativo aumento dei prezzi delle materie prime. Allo stesso tempo però, le valute dei paesi importatori di materie prime restano vulnerabili a un ulteriore deprezzamento.

Euro		USD		CNY		Other EM	
------	---	-----	---	-----	---	----------	---

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.