

## Principali eventi

**Azimut  
Global  
Network**

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



## Il mondo che conoscevamo

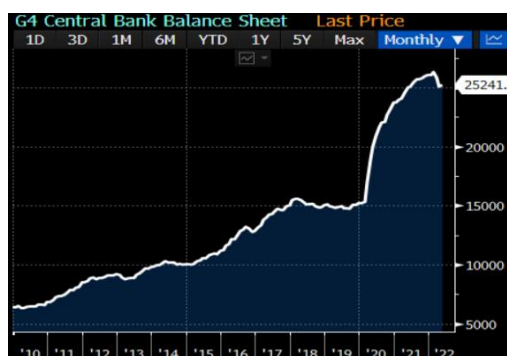
- I tassi di interesse negativi e il QE hanno portato ad un aumento generale delle valutazioni medie per tutte le asset class.
- Queste sopravvalutazioni stanno venendo meno grazie alle correzioni iniziate all'inizio dell'anno.
- Nonostante ciò, il rischio di ulteriori correzioni è ancora possibile.

L'era dei tassi a zero, o sotto zero, sta finalmente volgendo al termine dopo quasi un decennio di applicazione. L'annuncio ufficiale della BCE che a settembre i tassi saranno pari o superiori allo zero, nonché la mossa a sorpresa della Banca Nazionale Svizzera (BNS) di aumentare i tassi ufficiali svizzeri di 50 punti base (da -75 bps a -25 bps), hanno fatto sì che lo stock di **debito a rendimento negativo** si sia ridotto **da un picco di 18.000 mld di dollari a meno di 2.000 mld**, con la maggior parte della riduzione avvenuta dall'inizio dell'anno.

Sebbene negli ultimi anni la BCE, la BNS, la Bank of Japan (BoJ) e alcune altre banche centrali non abbiano abbassato ulteriormente i tassi sotto lo zero, il debito a rendimento negativo ha continuato a crescere imperterrito dal 2014 fino al 2021. Ciò è dovuto all'impatto dei QE attuati di recente dalla maggior parte delle banche centrali.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

## Il mondo che conoscevamo (continua)

Queste obbligazioni con rendimenti «poco interessanti» sono state detenute principalmente dalle banche centrali e dalle istituzioni finanziarie come parte del loro capitale regolamentare. Tuttavia, l'incapacità di ottenere rendimenti decenti dagli asset più sicuri ha portato gli investitori a investire sempre più spesso in asset con un rischio più elevato e/o una liquidità peggiore per mantenere un livello accettabile di rendimento del portafoglio. Messi alle strette da rendimenti nulli o negativi e da iniezioni di liquidità sempre più consistenti (QE) che hanno compresso i rendimenti attesi, gli investitori sono stati costretti a ruotare i loro portafogli verso classi di attività più speculative. In questo modo, anche se le banche centrali acquistavano (di norma) solo obbligazioni, sono state in grado di provocare un'enorme **compressione dei rendimenti attesi** (cioè una maggiore valutazione) in tutte le asset class. TINA (There Is No Alternative) è l'acronimo coniato per descrivere questa dinamica.

Gli investitori che hanno abbracciato il TINA durante gli anni dei tassi negativi e del QE, aumentando il rischio di portafoglio, sono stati ampiamente ricompensati da prezzi sempre più alti in qualsiasi asset class (azioni, obbligazioni, immobili, criptovalute, materie prime, ecc). Gli investitori più cauti o più restii ad aumentare il rischio di portafoglio hanno capitolato a causa della paura di perdere l'occasione (FOMO, Fear Of Missing Out, è l'altro acronimo che insieme a TINA ha determinato le decisioni di investimento negli ultimi anni). Queste dinamiche sono diventate paraboliche negli ultimi due anni, a causa di stimoli sproporzionati rispetto al passato, dovuti alle misure fiscali e monetarie straordinarie adottate in risposta alla pandemia. Anche i fattori demografici hanno contribuito all'affermarsi di questi sviluppi.

Il mercato orso del 2008-2009 non è stato guidato da valutazioni insostenibili, ma dal crollo del valore di una parte degli attivi di bilancio delle banche, che queste ultime hanno cercato di vendere creando un circolo vizioso che ha portato ai fallimenti di Bear Stearns e Lehman Brothers, nonché a una contrazione del credito che ha portato le economie a fermarsi.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Robert J. Shiller ([www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm))

2000. Per Qualcomm c'è voluto fino ad aprile 2019. Gli altri sono ancora indietro rispetto al T-Bill. Tutte queste aziende sono state grandiose, ma per oltre 15 anni sono state investimenti estremamente deludenti **perché gli investitori hanno immaginato che la loro crescita rendesse le loro valutazioni irrilevanti**".

L'ultima bolla con caratteristiche simili a quella recente (sopravalutazione) risale al 2000. Nei grafici sottostanti vediamo che le valutazioni toccate negli ultimi mesi non sono dissimili da quelle raggiunte 20 anni fa. A vent'anni da quel crollo, sono relativamente pochi gli investitori che lo hanno vissuto e che sono ancora sul mercato, mentre c'è una grande maggioranza di persone che sono entrate nei mercati finanziari negli ultimi due decenni e che non hanno conosciuto altro che le banche centrali sempre pronte a sostenere i mercati alla minima battuta d'arresto (la famosa "Fed Put" di cui si è parlato nel report dell'11 aprile). Quasi nessun investitore che abbia iniziato negli ultimi due decenni, tanto meno gli investitori retail, ha idea che ritenere che le valutazioni non continuo possa essere un grosso errore. Come riporta molto efficacemente John Hussman, fonte: <https://www.hussmanfunds.com/>):

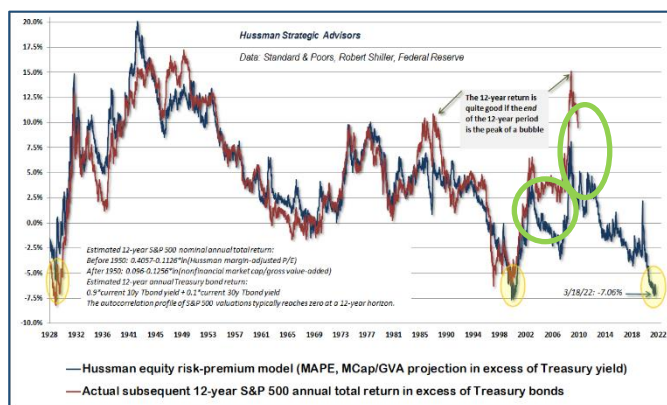
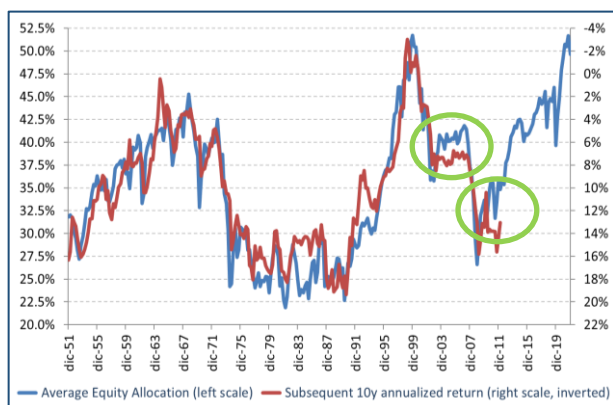
"Tra i 15 maggiori titoli dell'indice Nasdaq 100 al picco del 2000, solo quattro sono rimasti nell'indice: Microsoft, Cisco, Intel e Qualcomm. Gli altri sono falliti o sono stati acquistati dopo il loro crollo. Di queste quattro sopravvissute, ognuna aveva perso tra il 60% e l'88% al minimo di ottobre 2002. A marzo 2009, tutte erano ancora in calo tra il 52% e l'83% su una base di rendimento totale. Ci è voluto fino all'ottobre 2015 perché Microsoft superasse finalmente la performance del Treasury rispetto al picco del marzo

## Il mondo che conoscevamo (continua)

Che dire quindi dell'attuale situazione di mercato? Utilizzando due modelli predittivi dei rendimenti futuri che in passato hanno costantemente dimostrato un'elevata capacità di previsione, **possiamo stimare l'entità della sopravvalutazione, creata da TINA e FOMO**, rispetto ai fondamentali. Non sorprende che la capacità predittiva di questi modelli sia diminuita negli ultimi 20 anni, in concomitanza con l'attuazione di politiche monetarie non convenzionali e non guidate da variabili macroeconomiche oggettive (prima il mantenimento dei tassi d'interesse statunitensi vicino allo zero per diversi anni dopo il 2000, poi i molteplici QE e le politiche di tassi d'interesse nulli o inferiori allo zero attuate dopo il 2008).

Il primo di questi modelli (grafico a sinistra) mette in relazione l'esposizione azionaria media degli investitori statunitensi (scala di sinistra) con il rendimento totale dell'S&P500 nei dieci anni successivi (scala di destra, invertita). Il concetto di base è che per far sì che i mercati toro continuino ad estendersi, è necessario attirare più persone e denaro nel mercato. Le performance e gli afflussi fanno salire l'allocazione azionaria media fino a quando non ci sono più investitori disposti a immettere denaro fresco nei mercati azionari. A quel punto la tendenza si inverte e si apre un mercato orso fino a quando non ci saranno più venditori marginali.

Il secondo modello (grafico a destra) è un indicatore proprietario del premio per il rischio azionario costruito da John P. Hussman, che viene utilizzato per prevedere (dato il rapporto tra capitalizzazione di mercato e valore aggiunto lordo aziendale e il P/E corretto per i margini) il rendimento totale che il mercato otterrà nei prossimi 12 anni.



Fonte: [fred.stlouisfed.org/graph/?q=aqs](https://fred.stlouisfed.org/graph/?q=aqs), Bloomberg, Azimut Investments

Fonte: [www.hussmanfunds.com](http://www.hussmanfunds.com)

**I cerchi verdi evidenziano i divari** tra la performance prevista dai modelli e quella effettivamente ottenuta dai mercati negli anni caratterizzati da TINA e FOMO, per i quali sono già disponibili dati completi. Queste differenze sono tipicamente comprese tra il 2% e il 5%, a seconda dei modelli e del periodo di tempo considerato. Data l'elevata capacità predittiva di questi modelli e il fatto che la performance recente si è aggirata intorno al 3,5% (il punto mediano di questi gap), possiamo ipotizzare che la sopravvalutazione del mercato rispetto al fair value corrisponda proprio a questo "extra-rendimento" che non si è riusciti a ottenere.

Su questa base, possiamo calcolare quale sarebbe il livello equo dei mercati se non ci fossero le distorsioni causate dai tassi zero o sotto zero e dai QE. Basta prendere il 3,5% e capitalizzarlo per 11 anni (l'orizzonte temporale medio utilizzato dai due modelli), per scoprire che i mercati dovrebbero correggere circa del 30% dal picco per «ripulire» il mercato dalla sopravvalutazione causata dalle banche centrali.

Con un'inflazione né contenuta né transitoria, mantenere i tassi a zero e fare il QE non era più politicamente e socialmente accettabile, data la drammatica perdita di potere d'acquisto per le famiglie. Quando all'inizio dell'anno il mercato si è reso conto che le banche centrali non erano più libere di sostenere il mercato e di mantenere gli spread contenuti, è iniziato il repricing di varie asset class. Se guardiamo agli Stati Uniti, il mercato in cui gli effetti di TINA e FOMO sono stati più pronunciati, vediamo che dal picco al minimo **l'S&P500 si è corretto del 24% e il Nasdaq del 34%**, quindi possiamo dire che il **grosso dell'effetto distorsivo delle banche centrali è ormai passato**.

## Il mondo che conoscevamo (continua)

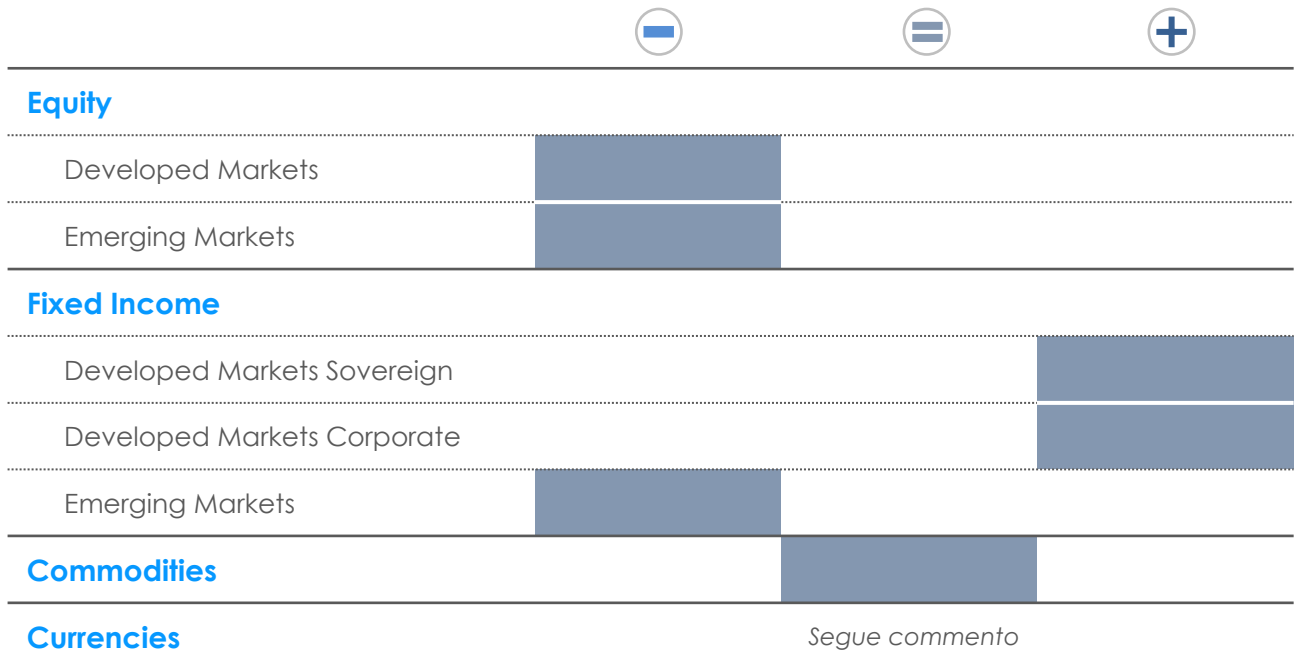
Quindi il cielo sopra di noi è sereno e azzurro? Purtroppo no...

Molti di voi avranno notato che i modelli predittivi presentati nella pagina precedente suggerivano che, a partire dal massimo del 2021, i mercati statunitensi avrebbero scambiato a livelli che implicavano rendimenti futuri pari a -3,5% (assoluto) annualizzato, ovvero il 7% in meno rispetto ai Treasury (considerando che attualmente rendono il 3,5%, le indicazioni dei due modelli sono estremamente, e non sorprendentemente, allineate).

Nel prossimo numero di Azimut Global View discuteremo i fattori che potrebbero portare a ulteriori ribassi del mercato, legati al possibile rallentamento economico e alla sostenibilità dei margini aziendali.

Per il momento, ci limitiamo a ricordare come Azimut si sia sempre distinta nei periodi in cui **la gestione attiva è stata premiante** e uno dei periodi più favorevoli è stato proprio quello del 2000-2003, quando è stato creato un alfa significativo nonostante il calo dei mercati. Incrociando le dita, speriamo che questo trend continui anche oggi...

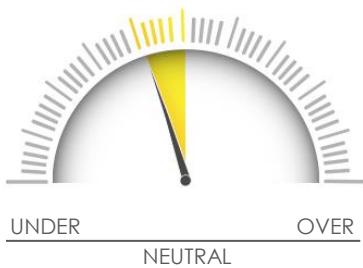
# Asset Allocation View



UNDER   
 NEUTRAL   
 OVER

## Equity

### Developed Markets



Mantenuto la nostra raccomandazione di **leggero sottopeso**. Dopo un'altra "gamba" al ribasso e dato che gran parte della sopravvalutazione è stata cancellata dai mercati a seguito della correzione iniziata all'inizio dell'anno (come elaborato nel prologo di questo report), riteniamo possibile un rimbalzo a breve termine e/o un la fase di consolidamento che potrebbe iniziare in qualsiasi momento. La visione a medio/lungo termine rimane prudente; continuiamo a consigliare a coloro che sono sovraesposti alle azioni di ridurre la propria esposizione dovesse avvenire un rimbalzo significativo.

US



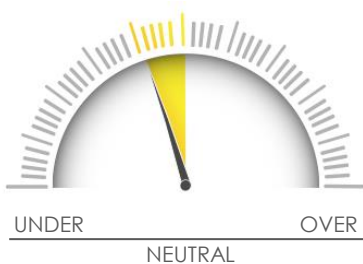
Europe



Japan



### Emerging Markets



Aumentato la nostra raccomandazione di **leggero sottopeso**. Durante la recente correzione, i titoli dei mercati emergenti hanno mostrato per la prima volta da mesi segnali di relativa forza rispetto ai paesi sviluppati. Ciò potrebbe suggerire che gli investitori stiano iniziando a concentrarsi maggiormente sulle valutazioni dei mercati emergenti, ora estremamente interessanti, piuttosto che su potenziali problemi legati all'inasprimento delle politiche monetarie dei paesi occidentali, al conflitto in Ucraina e alle questioni interne in alcuni paesi emergenti.

Asia ex-Japan



EEMEA

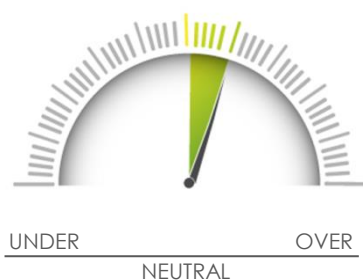


LATAM



## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



Mantenuto la visione in **leggero sovrappeso**. L'outlook moderatamente positivo sull'asset class è limitato esclusivamente alla parte corta delle curve (da 6 mesi a 12 mesi) utilizzata come "rifugio" per parcheggiare denaro durante il periodo di normalizzazione dei tassi e di lotta all'inflazione. L'inflazione non mostra segnali di rallentamento e le banche centrali continuano a mantenere o rafforzare le proprie politiche restrittive, pertanto le prospettive per le parti a breve, media e lunga delle curve sono ancora negative. In termini di regioni, preferenza per le obbligazioni statunitensi.

EU Core



EU Periphery



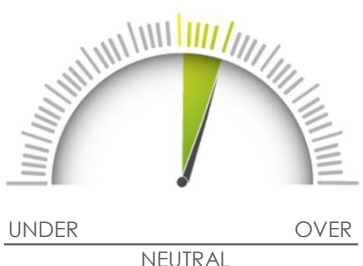
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



Mantenuto la nostra raccomandazione in **leggero sovrappeso**. La decisione è motivata principalmente dal fatto che gli spread non hanno ancora raggiunto livelli sufficientemente attraenti alla luce delle numerose preoccupazioni che stiamo affrontando (potenziale rallentamento economico, banche centrali hawkish e rischi geopolitici). Preferiamo le obbligazioni societarie di qualità elevata a breve scadenza all'interno del basket, perché queste sono meno vulnerabili ai rischi di duration e/o di spread. Restiamo prudenti sulle obbligazioni high yield.

IG Europe



IG US



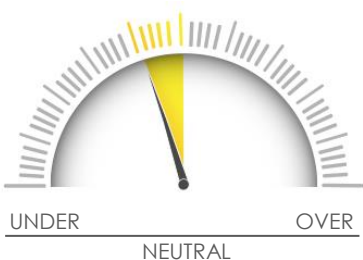
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



Mantenuto la nostra raccomandazione di **leggero sottopeso**. Nonostante gli spread abbiano raggiunto livelli elevati, è ragionevole aspettarsi che le obbligazioni dei mercati in via di sviluppo rimarranno sotto stress fintanto che le banche centrali occidentali continueranno a rilasciare dichiarazioni progressivamente aggressive.

Local Currency



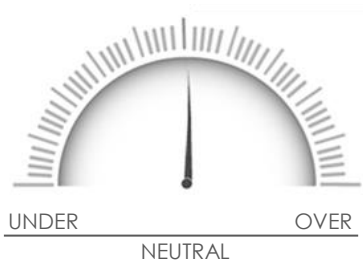
Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



Mantenuto la nostra visione **neutrale**. Siamo più cauti sui metalli preziosi alla luce delle politiche monetarie sempre più restrittive delle banche centrali occidentali. I metalli preziosi, che non generano flussi di cassa, devono far fronte alla crescente concorrenza dei titoli di stato statunitensi. La possibilità di un significativo rallentamento dell'economia nella seconda metà dell'anno in corso suggerisce di evitare l'energia e le materie prime industriali. Per il momento, le prospettive positive sono limitate alle materie prime agricole.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



## Currencies

**Dollaro USA:** Il Comitato ha confermato la sua view neutrale. Dopo la forte sovraperformance rispetto alle principali valute, supportata dall'allargamento dei differenziali di tasso e dalle crescenti preoccupazioni nel resto del mondo, è probabile che il dollaro USA possa prolungare il ritracciamento a breve termine avviato poche settimane fa.

**Euro:** Il Comitato ha confermato la sua view neutrale. Oltre ad un fisiologico rimbalzo nei confronti del dollaro dopo il forte calo degli ultimi tre mesi, l'ultima riunione della BCE sembra non aver avuto effetti significativi sull'euro, considerando che la possibilità di rialzi dei tassi più audaci è stata compensata dall'eccessiva enfasi di Lagarde sul rischio di frammentazione.

**Renminbi cinese:** si conferma il giudizio neutrale. Le autorità monetarie cinesi hanno recentemente implementato alcune misure a sostegno dei mercati e la possibilità di una riapertura dopo il calo dei casi covid-19 potrebbe portare a un prolungamento del rimbalzo della valuta cinese.

**Valute emergenti:** Manteniamo la nostra raccomandazione neutrale, ma con una preferenza relativa per l'area LATAM.

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.