

Eventi Principali

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



Guardando ai numeri

- **La BCE e la Fed hanno confermato le loro opinioni secondo cui sia l'inflazione che la crescita del PIL sono transitorie;**
- **Se le stime sono corrette, i mercati azionari potrebbero essere vulnerabili, in particolare gli Stati Uniti. In caso contrario, i rendimenti obbligazionari (almeno negli Stati Uniti) devono aumentare;**
- **Si continuano a preferire i mercati azionari ex-Stati Uniti e in particolare quelli europei.**

Nelle ultime due settimane la BCE e la Fed hanno tenuto i loro incontri periodici ed entrambe hanno ribadito che l'inflazione è transitoria, mentre la crescita economica potrebbe essere più deludente del previsto.

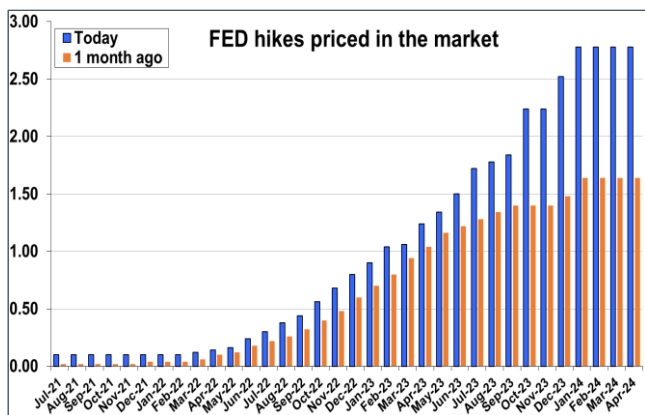
Nello specifico: la BCE stima che l'inflazione scenderà all'1,5% nel 2022 e all'1,4% nel 2023, mentre la Fed proietta l'inflazione al 3,4% nel 2021 (rispetto alla precedente stima del 2,4%), e al 2,1% nel 2022. Per quanto riguarda la crescita del PIL, i funzionari della Fed si aspettano che l'economia cresca del 7% quest'anno (la più alta dal 1984), per poi diminuire bruscamente al 3,3% nel 2022 e al 2,4% nel 2023. La BCE, nonostante abbia aumentato la stima di crescita del PIL per il 2022 a 4,7%, ha mantenuto invariata quella per il 2023 al 2,1%.

L'unico elemento che ha spiazzato i mercati sono stati i «DOT» della Fed, usciti a livelli molto più alti delle precedenti proiezioni, soprattutto per il 2023. Questo, insieme alla conferma di Powell sul fatto che si stia iniziando a pensare al **tapering**, ha portato i mercati ad un drastico riposizionamento. Il «Value» così come l'Europa, sono stati pesantemente venduti, mentre Nasdaq e «Growth» sono stati pesantemente comprati. Per le obbligazioni c'è stato un prodigioso appiattimento delle curve, soprattutto negli USA: i tassi a breve sono aumentati, mentre quelli a lungo termine sono scesi ai minimi da febbraio, ben prima che si conoscesse il picco dell'inflazione.

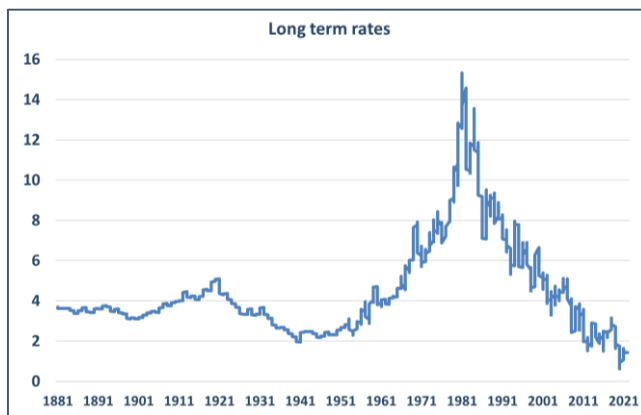
Quindi, anche se nulla è cambiato rispetto alla settimana precedente, i dati concreti sollevano legittimi dubbi sul fatto che le aspettative delle banche centrali potrebbero essere smentite e ci vorrebbero mesi prima che qualsiasi cambiamento nella politica monetaria produca effetti sull'economia reale: il mercato si è inchinato alle parole delle banche centrali.

Guardando ai numeri (continua)

Quanto è stata ragionevole la reazione? Se guardiamo alle aspettative sui futuri rialzi della Fed, possiamo vedere che già all'inizio del 2023 la policy sui tassi della Fed potrebbe vedere tassi a 10 anni superiori a certi livelli (1,4% a venerdì scorso). Se i tassi si normalizzano sul lato corto della curva, i tassi a lungo termine dovrebbero aumentare contemporaneamente, altrimenti finiremo con una curva dei rendimenti piatta o negativa che normalmente si verifica solo durante le recessioni.



Fonte: Azimut proprietary research, Bloomberg



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

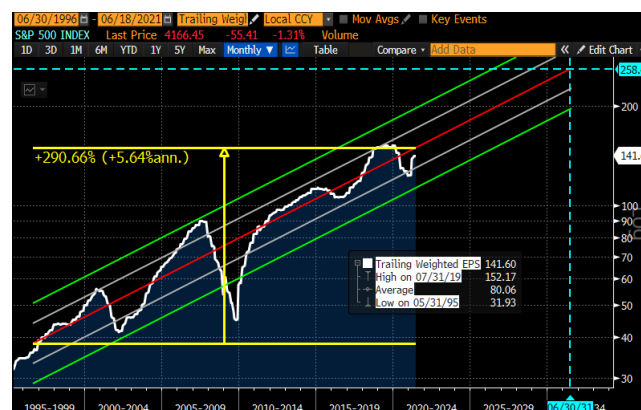
Se escludiamo il periodo legato alla pandemia, **il tasso a 10 anni è attualmente al livello più basso della storia**. Quanto è ragionevole che questo livello sia percepito come elevato al punto che le banche centrali stanno facendo tutto il possibile per impedire un aumento dei tassi? Difficile da spiegare.

Se assumiamo che la Fed abbia ragione sulla transitorietà della crescita e dell'inflazione e che la reazione del mercato obbligazionario sia corretta, allora dobbiamo mettere in discussione le valutazioni del mercato azionario e la credibilità delle stime di crescita degli utili.

Di seguito è riportato l'EPS per l'S&P500. Il tasso di crescita medio da quando i dati sono disponibili è del 6,5%, mentre negli ultimi 25 anni è sceso al 5,6%. Poiché questi numeri sono medie a lungo termine, che includono anni di espansioni economiche e recessioni, possiamo presumere che possano essere utilizzati per estrapolare un livello plausibile di EPS in futuro. Se proiettiamo questi tassi di crescita a 10 anni, ci ritroviamo rispettivamente a 295 (con crescita al 6,5% annua) e 258 (con crescita a 5,6% annua).



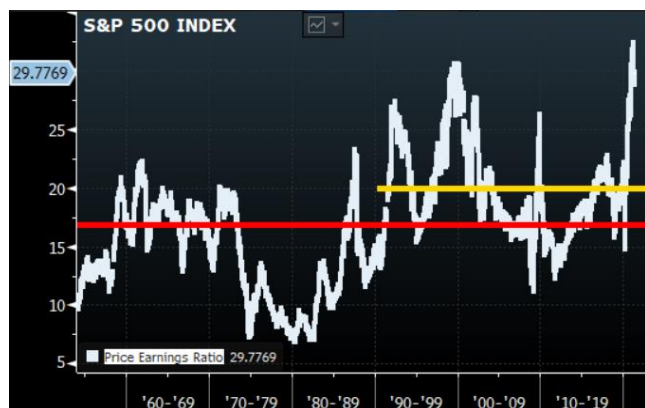
Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Una volta che abbiamo la stima dell'EPS a 10 anni, possiamo calcolare il valore dell'S&P500 tra 10 anni applicandogli il multiplo P/E che vogliamo. Allo stesso modo in cui abbiamo stimato il valore dell'EPS, possiamo fare affidamento sulle medie storiche di lungo termine per determinare il livello più appropriato. Nel primo grafico nella pagina successiva, la linea rossa è il P/E medio da quando i dati sono disponibili su Bloomberg (16,8), e la linea gialla è la media dagli anni '90 (20).

Guardando ai numeri (continua)



Fonte: Bloomberg

	Terminal level of price/earning ratio										
	10	12	14	16	16.8	18	20	21	22	24	28
120	1,200	1,440	1,680	1,920	2,016	2,160	2,400	2,520	2,640	2,880	3,360
140	1,400	1,680	1,960	2,240	2,352	2,520	2,800	2,940	3,080	3,360	3,920
160	1,600	1,920	2,240	2,560	2,688	2,880	3,200	3,360	3,520	3,840	4,480
180	1,800	2,160	2,520	2,880	3,024	3,240	3,600	3,780	3,960	4,320	5,040
200	2,000	2,400	2,800	3,200	3,360	3,600	4,000	4,200	4,400	4,800	5,600
220	2,200	2,640	3,080	3,520	3,696	3,960	4,400	4,620	4,840	5,280	6,160
240	2,400	2,880	3,360	3,840	4,032	4,320	4,800	5,040	5,280	5,760	6,720
260	2,600	3,120	3,640	4,160	4,368	4,680	5,200	5,460	5,720	6,240	7,280
280	2,800	3,360	3,920	4,480	4,704	5,040	5,600	5,880	6,160	6,720	7,840
300	3,000	3,600	4,200	4,800	5,040	5,400	6,000	6,300	6,600	7,200	8,400
320	3,200	3,840	4,480	5,120	5,376	5,760	6,400	6,720	7,040	7,680	8,960
340	3,400	4,080	4,760	5,440	5,712	6,120	6,800	7,140	7,480	8,160	9,520
360	3,600	4,320	5,040	5,760	6,048	6,480	7,200	7,560	7,920	8,640	10,080
380	3,800	4,560	5,320	6,080	6,384	6,840	7,600	7,980	8,360	9,120	10,640
400	4,000	4,800	5,600	6,400	6,720	7,200	8,000	8,400	8,800	9,600	11,200

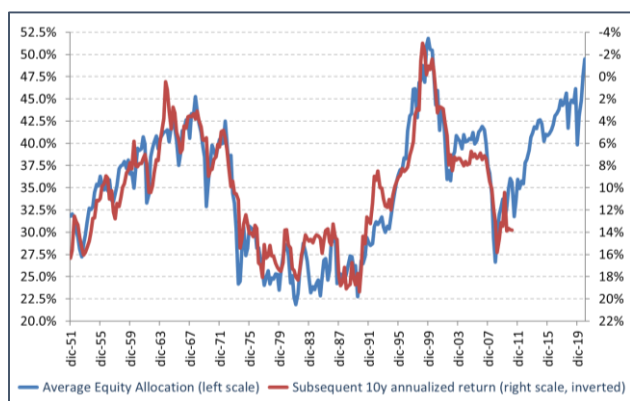
Fonte: Azimut proprietary research, Bloomberg

La tabella in alto a destra mostra i valori teorici dell'S&P500 basati sulle ipotesi di livello terminale (tra 10 anni) di EPS e P/E. Attualmente l'S&P500 viene scambiato a circa 4.200, o 21 volte l'EPS previsto per i prossimi 12 mesi pari a 200. Se assumiamo la media P/E a lungo termine di 16,8 e la crescita media dell'EPS degli ultimi 25 anni, l'S&P sarà per lo più invariato rispetto al livello odierno. Se usiamo le altre due medie (EPS di 300 e P/E di 20), il valore terminale dell'S&P sarà di 6.000, che corrisponde a un tasso di crescita annualizzato del 3,6%.

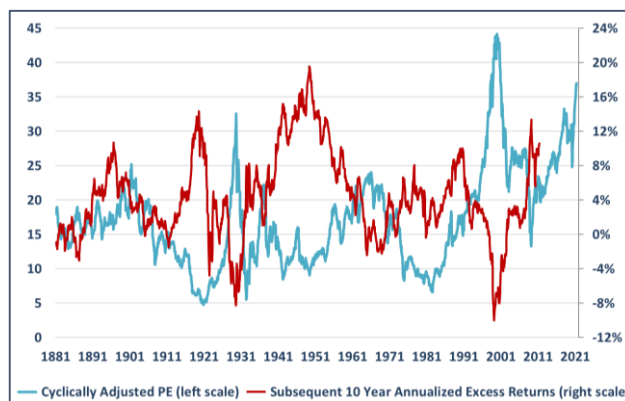
Diamo ora un'occhiata a cosa suggeriscono gli altri parametri sul rendimento atteso dell'S&P nei prossimi 10 anni.

L'allocatione azionaria media degli investitori (disponibile su <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=qis>) è considerata uno dei predittori più affidabili del futuro rendimento dei mercati azionari. L'idea di base è che affinché i mercati rialzisti continuino a salire, è necessario attrarre più persone e denaro. L'andamento del mercato e gli afflussi azionari fanno salire l'allocatione azionaria media. Succede il contrario nei mercati ribassisti.

L'allocatione media degli investitori (in blu) viene confrontata con il rendimento totale dei mercati azionari per i prossimi 10 anni (in rosso, scala invertita a destra). Maggiori sono le allocationi azionarie, minori saranno i rendimenti successivi a 10 anni e viceversa. La linea blu attualmente termina alla fine del 2020, a causa del tempo necessario per raccogliere tutte le informazioni. Considerando il fenomeno dei «meme-stock», gli assegni di stimolo pagati nel 2021, che si sono conclusi almeno in parte in investimenti azionari, e l'aumento del mercato azionario da inizio anno, possiamo ipotizzare che attualmente **l'allocatione media del capitale possa essere vicina al record del 2000**, quando i rendimenti successivi a 10 anni furono del -3% annualizzati.



Fonte: Federal Reserve, Bloomberg, Azimut elaborations



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

Allo stesso modo, se confrontiamo il P/E corretto per il ciclo economico (o "CAPE" o "Shiller P/E") con il successivo rendimento annualizzato a 10 anni delle azioni rispetto alle obbligazioni, possiamo apprezzare che ogni volta che il CAPE era a 30, le azioni hanno sottoperformato i Treasury. Considerando l'attuale livello di rendimento delle obbligazioni a 10 anni (1,4%), questo indicatore suggerisce anche che **sono possibili rendimenti negativi dell'S&P500 nel prossimo decennio**.

Guardando ai numeri (continua)

Infine, poiché i guadagni dello scorso e di quest'anno sono stati materialmente distorti (il primo dalla pandemia e il secondo dalle misure di stimolo) possiamo fare affidamento su altri due parametri meno volatili e quindi più affidabili: prezzo alle vendite e P/B (price to book). Di seguito vengono mostrate le due metriche per il set di dati disponibile. Sulla destra, il grafico mostra il valore iniziale di ciascuna metrica alla fine di ogni trimestre e il successivo rendimento totale a 10 anni dell'S&P500. La linea verde tratteggiata mostra il valore corrente per il P/B. Per il rapporto prezzo/vendite, invece del valore attuale (3,03) che si basa sulle vendite dell'anno scorso, usiamo 2,7 ossia il rapporto che utilizza il livello di vendita previsto nei prossimi 12 mesi.



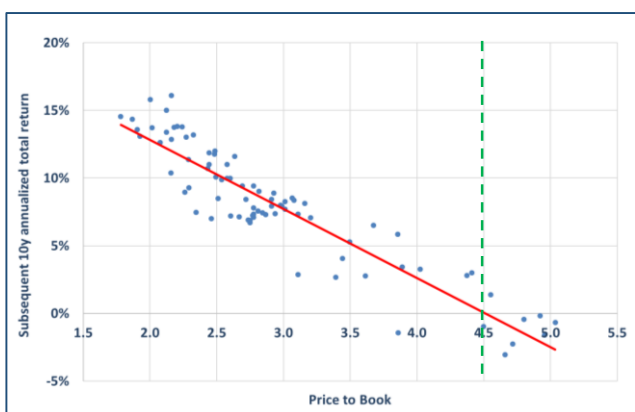
Fonte: Bloomberg



Fonte: Azimut proprietary research, Bloomberg



Fonte: Bloomberg



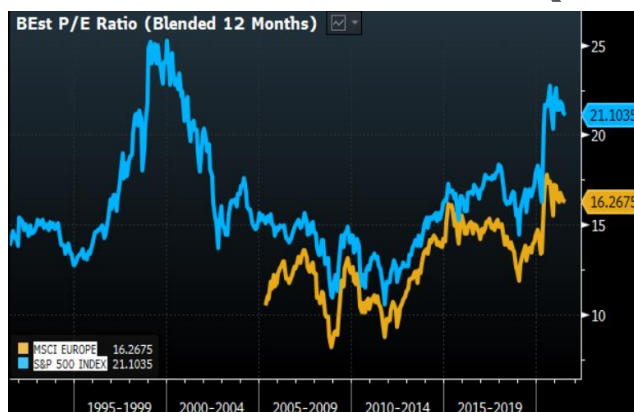
Fonte: Azimut proprietary research, Bloomberg

Tutte le prove proposte finora suggeriscono che i rendimenti dell'S&P500 nel prossimo decennio potrebbero essere poco brillanti o addirittura negativi. Se le banche centrali hanno ragione e di fatto entreremo presto in un periodo di bassa crescita e inflazione, allora guadagni e vendite saranno influenzati negativamente in quanto sono funzioni della crescita del PIL e del livello dei prezzi.

In questo senso, la reazione dei mercati all'indomani della dichiarazione della Fed non è stata così razionale. **Stiamo per entrare in un contesto di crescita/inflazione così bassa, oppure continueremo con dati sul PIL solidi e un'inflazione superiore alla media?** Nel primo scenario, le obbligazioni si stanno comportando correttamente, ma i mercati azionari sono troppo ottimisti; nel secondo, i mercati azionari hanno ragione, ma i rendimenti obbligazionari devono aumentare drasticamente. Attualmente ogni mercato sta scegliendo lo scenario che più gli si addice, ma purtroppo non possiamo avere due realtà diverse contemporaneamente. Uno dei due deve concedere qualcosa...

In questo documento abbiamo parlato solo di azioni statunitensi. Sottolineiamo che le azioni statunitensi vengono scambiate a multipli molto più elevati rispetto al resto del mondo e quindi le prospettive per altri mercati sono migliori o molto migliori, come già sostenuto nei report precedenti.

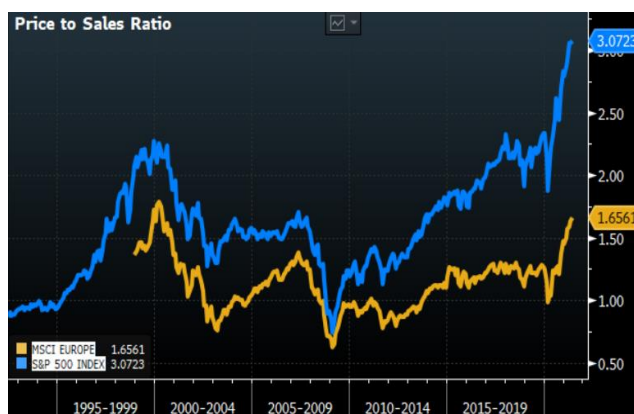
Guardando ai numeri (continua)



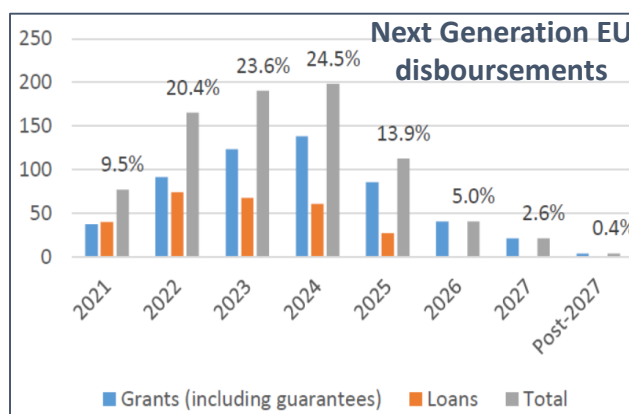
Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

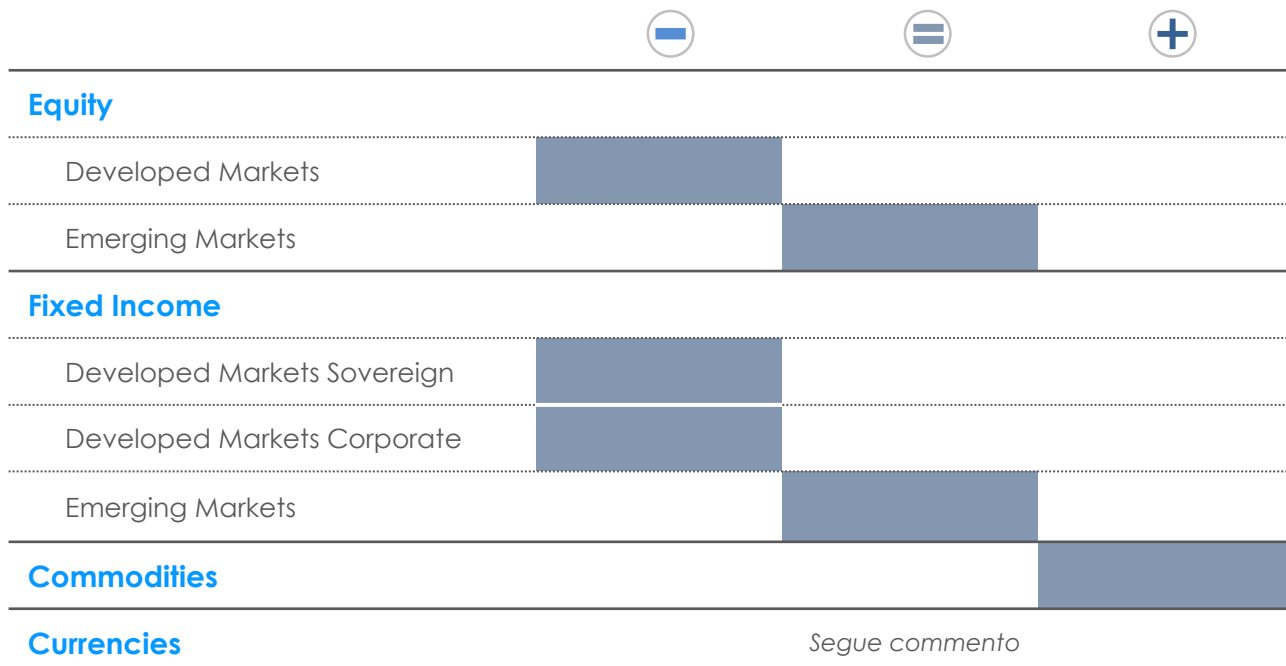


Fonte: EPRS

Nei primi tre grafici di questa pagina, l'S&P500 (blu) viene confrontato con l'indice MSCI Europe (arancione). Si può facilmente notare che **le azioni europee non sono solo scambiate con un notevole sconto rispetto a quelle statunitensi** (-23%, -53% e -46% rispettivamente per il P/E forward a 12 mesi, il price-to-book e il rapporto prezzo/vendite), ma questo divario si è ampliato negli ultimi anni.

Inoltre, mentre gli Stati Uniti stanno per perdere il favore dello straordinario stimolo fiscale dello scorso anno, in Europa inizieremo presto a beneficiare dell'implementazione del pacchetto Next Generation EU. Lo stimolo fiscale complessivo sarà inferiore a quello attuato negli USA, ma contribuirà a sostenere in modo stabile la crescita del PIL dell'UE per i prossimi anni.

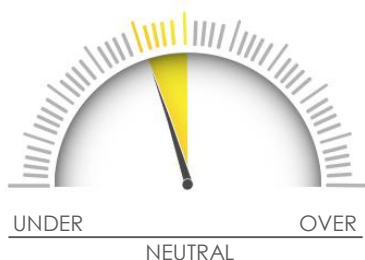
Asset Allocation View



⊖ UNDER
= NEUTRAL
⊕ OVER

Equity

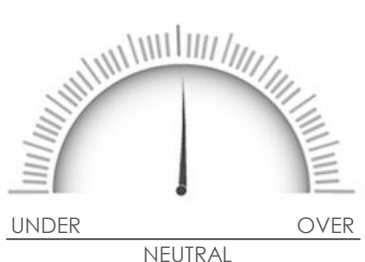
Developed Markets



View ridotta a **leggermente sottopeso**. Le proiezioni delle banche centrali di una minore inflazione e crescita del PIL, insieme a un tapering prima del previsto da parte della Fed, potrebbero rendere i mercati azionari vulnerabili a correzioni nel medio termine. Tra le regioni, continuiamo a preferire l'Europa grazie alle valutazioni più basse, come spiegato nel prologo di questo report. In termini di stili, i membri del Comitato preferiscono ora un approccio più equilibrato.

US =	Europe ⊕	Japan =
---	---	--

Emerging Markets

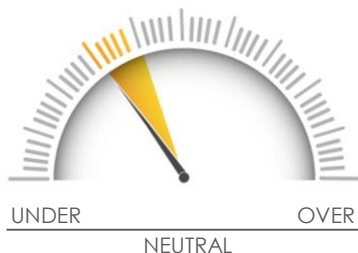


View mantenuta **neutrale**. Da un lato, la proiezione delle banche centrali dei mercati sviluppati di una crescita inferiore del PIL potrebbe pesare sulle azioni dei mercati emergenti, ma dall'altro il forte calo dei tassi statunitensi a lungo termine potrebbe essere di supporto. Considerando anche la reazione delle materie prime dopo la riunione della Fed, ci stiamo muovendo verso una raccomandazione neutrale in tutte le aree geografiche.

Asia ex-Japan =	EEMEA =	LATAM =
--	--	--

Fixed Income

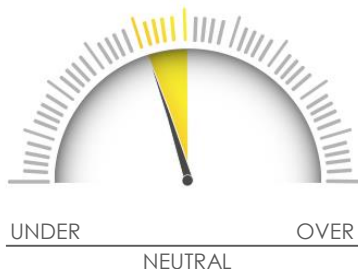
Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **sottopeso**. Si ritiene che la reazione post-incontro della Fed sia esagerata a causa del riposizionamento a breve termine. Nel medio termine, continuiamo a vedere tassi più elevati. Nessuna variazione in termini di preferenza, le Periferie UE sono ancora favorite nonostante la recente compressione dello spread BTP-Bund.



Developed Markets Corporate

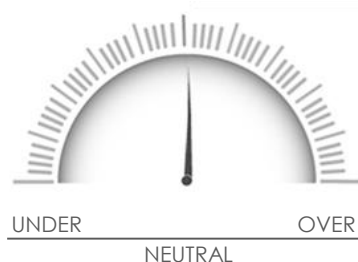


View mantenuta **negativa**. Non è prevista alcuna ulteriore compressione degli spread corporate investment grade. Poiché la performance delle obbligazioni IG sarà sensibile all'evoluzione dei tassi risk-free, dovremmo evitarle principalmente perché è probabile che forniscano rendimenti negativi. Nei segmenti crossover/high yield c'è ancora spazio per una certa compressione degli spread, ma la maggior parte della restrizione è già avvenuta e dovrebbe essere giustificato un approccio più cauto.

Considerando quanto sopra, per coloro che desiderano ottenere rendimenti più elevati su un orizzonte temporale più lungo, le strategie di provate debt sono una soluzione adatta che offre anche un profilo di rischio interessante.



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Gli spread delle obbligazioni dei mercati emergenti si sono compressi meno rispetto alle obbligazioni dei mercati sviluppati con un rischio simile. Considerando la riduzione dei tassi statunitensi a lungo termine e il fatto che la Fed aspetterà un po' di tempo prima del tapering, è probabile un'ulteriore riduzione degli spread. Per Emerging Hard Currency, abbiamo una preferenza per le strategie a bassa durata.



Commodities



View mantenuta **positiva**, ma leggermente ridotta. I commenti di Powell sull'eccesso di alcune materie prime potrebbero potenzialmente rendere l'asset class vulnerabile al ritracciamento a breve termine. Continuiamo a preferire i metalli preziosi come copertura contro l'inflazione e grazie ai tassi a lungo termine statunitensi più bassi e per l'energia.



Currencies

View mantenuta **neutrale** su Euro, USD, Yen e valute dei mercati emergenti. L'opinione dell'comitato è che nel breve termine tutte le principali valute rimarranno entro il loro recente range di negoziazione. L'unica eccezione è l'USD, sul quale vi sono alcune opinioni divergenti. Alcuni prevedono che il biglietto verde possa indebolirsi considerando il doppio deficit e il fatto che il tapering è ancora lontano da mesi, altri ritengono che possa rafforzarsi se il differenziale dei tassi a breve termine continua ad allargarsi a favore del dollaro, o in caso di correzioni del mercato come l'USD di solito tende a rafforzarsi in tali occasioni.

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.