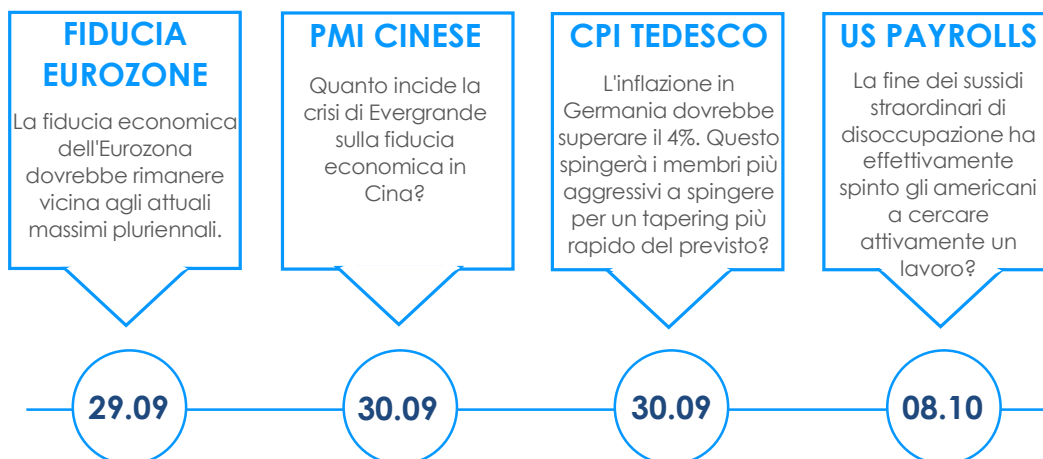


Principali Eventi

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



La storia di Dr Jekyll e Mr Hyde

- **Nell'ultimo decennio i mercati emergenti hanno pesantemente sottoperformato, portandosi a un forte sconto rispetto ai mercati sviluppati.**
- **Politiche monetarie e fiscali meno accomodanti, insieme ai maggiori rischi politici, spiegano gran parte della recente debolezza sui mercati.**
- **Le suddette politiche nei mercati sviluppati possono creare ulteriore volatilità da qui a fine anno, il che potrebbe rappresentare un buon punto di ingresso.**

Le economie dei mercati emergenti sono caratterizzate dalla transizione da un ambiente a basso reddito e meno sviluppato ad un'economia moderna e industrializzata con un tenore di vita più elevato. I cinque paesi più grandi per capitalizzazione di mercato nell'indice MSCI EM sono Cina (34%), Corea del Sud e Taiwan (circa 15% ciascuno), India (circa 10%) e Brasile (5%). Corea del Sud, Taiwan e Cina sono ancora considerati paesi emergenti, anche se hanno un reddito pro-capite superiore rispetto alla definizione di Paesi Emergenti della Banca Mondiale.

Se facciamo un confronto in termini di performance tra MSCI Emerging e MSCI World (solo paesi sviluppati) possiamo vedere che **negli ultimi 10 anni l'indice MSCI EM ha mostrato una netta sottoperformance**, di oltre il 170%.



Fonte: Bloomberg, dati in USD

La storia di Dr Jekyll e Mr Hyde (continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Ciò ha riportato le valutazioni relative a livelli interessanti (vedi i grafici su P/B e le metriche di valutazione P/E previste per i prossimi 12 mesi negli ultimi 10 anni). Tuttavia, nonostante un'allocazione teorica del 13% (basata sull'MSCI ACWI) o di circa il 37% (basata sul prodotto interno lordo), i mercati emergenti rimangono ancora ampiamente sottopesati nelle allocazioni degli investitori istituzionali globali.

Con la diffusione della pandemia nel 2020, gli investitori inizialmente hanno ritirato il loro capitale dai mercati emergenti, minacciando una crisi finanziaria. Dopo lo shock iniziale però, la situazione è tornata alla normalità. Le istituzioni finanziarie globali come il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale hanno fornito assistenza finanziaria e alleggerito i servizi di debito svolgendo un ruolo importante nella stabilizzazione dei mercati. Il ritmo della ripresa è molto vario: Cina, Corea e Taiwan hanno risposto rapidamente per controllare l'epidemia iniziale; la Cina ha però recentemente istituito dei blocchi per controllare i focolai di Covid-19. Tuttavia, paesi come India e Brasile hanno subito una brutale seconda ondata che ha travolto i loro sistemi sanitari. La somministrazione dei vaccini nella prima metà dell'anno è stata più lenta di quella dei paesi occidentali, principalmente a causa della scarsa produzione di vaccini nei mercati emergenti.

Con la ripresa globale in atto dall'inizio del 2021, **la domanda repressa potrebbe persistere fino al secondo trimestre del 2022**. Tuttavia, il forte aumento del prezzo delle materie prime combinato con il drammatico aumento dei costi di spedizione e i «colli di bottiglia» nella catena di approvvigionamento stanno causando un forte aumento dell'inflazione in tutto il mondo. Paesi come Russia e Brasile sono particolarmente sensibili all'aumento dell'inflazione e hanno subito alzato i tassi di interesse in diverse occasioni. In altri paesi come Turchia e Polonia, **i governi stanno apertamente guidando la crescita e i prezzi stanno aumentando rapidamente**: la Polonia ha un forte budget espansivo, mentre in Turchia la banca centrale ha recentemente sorpreso il mercato tagliando i tassi di interesse.

L'aumento dei prezzi delle materie prime, sostenuto dalla ripresa economica globale, rappresenta un vantaggio per alcuni paesi esportatori come la Russia e il Medio Oriente. Il Brasile è un'eccezione a causa della crescente instabilità politica e dell'aumento dei tassi per combattere l'inflazione. Al contrario, i paesi importatori di materie prime come la Cina e l'Asia emergente in generale sono in svantaggio.



Fonte: Bloomberg, dati in USD

La storia di Dr Jekyll e Mr Hyde (continua)

Tuttavia, la paura è di nuovo in aumento. Con l'aumento dell'inflazione negli Stati Uniti, nel prossimo futuro la Federal Reserve potrebbe aumentare i suoi tassi di interesse. Nel frattempo, sembra probabile che il percorso del QE verrà gradualmente ridotto nei prossimi 9-12 mesi. Ciò potrebbe esporre i mercati emergenti al rischio di un aumento del costo del capitale e di una fuga di capitali.

Se l'inflazione si dimostrerà non transitoria, a causa della forte domanda e dei colli di bottiglia nella catena di approvvigionamento, questo sarebbe un fattore negativo per le azioni globali, comprese le azioni dei mercati emergenti. La reflazione può portare a declassare i multipli di valutazione delle azioni per le società in determinati settori sensibili ai tassi. A questo proposito, vale la pena notare che negli ultimi anni il peso dei titoli «growth» nell'MSCI Emerging Markets, e in particolare in Asia, è cresciuto in modo significativo. I titoli «growth» con multipli di valutazione estremamente elevati sono spesso più vulnerabili a questo tipo di reazione negativa del mercato, in particolare quelli nei settori della sanità, dei servizi di comunicazione, dei beni di consumo voluttuari e delle tecnologie dell'informazione. Questo perché gran parte del loro potenziale di guadagno ha un prezzo futuro e i tassi di interesse più elevati riducono il valore attuale di tali guadagni.

Un aumento dei tassi di interesse nei paesi sviluppati, guidato dalle aspettative di azioni più aggressive delle banche centrali, può danneggiare le economie degli emergenti. Lo abbiamo già visto più volte negli anni successivi alla grande crisi finanziaria del 2008, ad esempio nelle fasi 2012-13 o 2015-16 in cui il capitale veniva prelevato dai mercati emergenti provocando il deprezzamento delle loro valute. Dobbiamo essere consapevoli che nell'ultimo decennio, con il costante intervento delle banche centrali che hanno costretto trilioni di emissioni governative dei mercati sviluppati a rendimenti negativi, molti investitori istituzionali sono stati costretti a cercare rendimenti più elevati finanziando l'emissione di obbligazioni dei mercati emergenti sia in valuta locale che in valuta forte; questo ambiente, apparentemente positivo, ha dato a quei paesi la possibilità di aumentare drasticamente la loro esposizione al debito, dal 30% della produzione economica prima della crisi finanziaria del 2008 a una percentuale ben al di sopra del 60% di oggi.

Un altro aspetto da tenere in considerazione per i mercati emergenti è la **turbolenza politica** che può verificarsi in qualsiasi momento. Tra le principali regioni dei mercati emergenti, l'America Latina ha subito diversi importanti cambiamenti politici negli ultimi 12 mesi. Ad esempio, pochi mesi fa, in Colombia si sono svolte proteste di massa per una proposta di aumento delle tasse, ma anche se la proposta è stata scartata, alimentata dalla rabbia per la disuguaglianza economica, le manifestazioni sono durate circa due mesi. Nel frattempo, i risultati elettorali in Perù e Messico hanno ridisegnato il panorama politico. Anche in Brasile, il presidente Bolsonaro, temendo una perdita alle elezioni del prossimo anno, ha detto chiaramente che non accetterà una sconfitta, il che ha portato a crescenti preoccupazioni per un potenziale colpo di stato militare. Ci siamo ritrovati in una situazione in cui, nonostante le economie latinoamericane siano profondamente legate all'esportazione di materie prime (es. ferro/minerale, rame, petrolio, soia, canna da zucchero, ecc.), il rischio politico ha frenato la performance dell'America Latina, che da inizio anno ha leggermente sottoperformato l'indice emergente globale.



Fonte: Bloomberg, data in USD



Fonte: Bloomberg

Come accennato in precedenza, circa un terzo dell'indice MSCI EM è rappresentato dalla sola Cina e oltre il 75% è rappresentato da paesi asiatici. Le azioni cinesi sono state sotto stress negli ultimi mesi, a causa di una regolamentazione più severa e degli sforzi di riduzione dell'indebitamento da parte del governo cinese.

La storia di Dr Jekyll e Mr Hyde (continua)

Nell'ultimo anno, la Cina ha emanato diversi nuovi regolamenti che riaffermano l'autorità sulla vita digitale dei cittadini del Partito Comunista Cinese al potere. Una recente legislazione ha ridotto la quantità di tempo che bambini e adolescenti possono trascorrere giocando ai videogiochi (massimo tre ore alla settimana) e ha vietato i fan club delle celebrità online. Le nuove regole fanno parte di una più ampia repressione da parte di Pechino per affrontare le pratiche presumibilmente monopolistiche dei giganti della tecnologia di Internet come Alibaba e Tencent.

Alla fine di luglio, il settore dell'istruzione è stato l'obiettivo di Pechino. Le autorità di regolamentazione hanno ordinato alle società di tutoraggio di ristrutturarsi come organizzazioni senza scopo di lucro, ridurre l'orario di lavoro e rimuovere gli investimenti stranieri. Le azioni di leader del settore come Tal Education, New Oriental Education & Technology sono state profondamente martellate.

Inoltre, la Cina sta mostrando una restrizione assoluta e relativa sullo stimolo della politica monetaria poiché l'indicatore di impulso del credito è sceso bruscamente (vedi grafico nella pagina precedente).

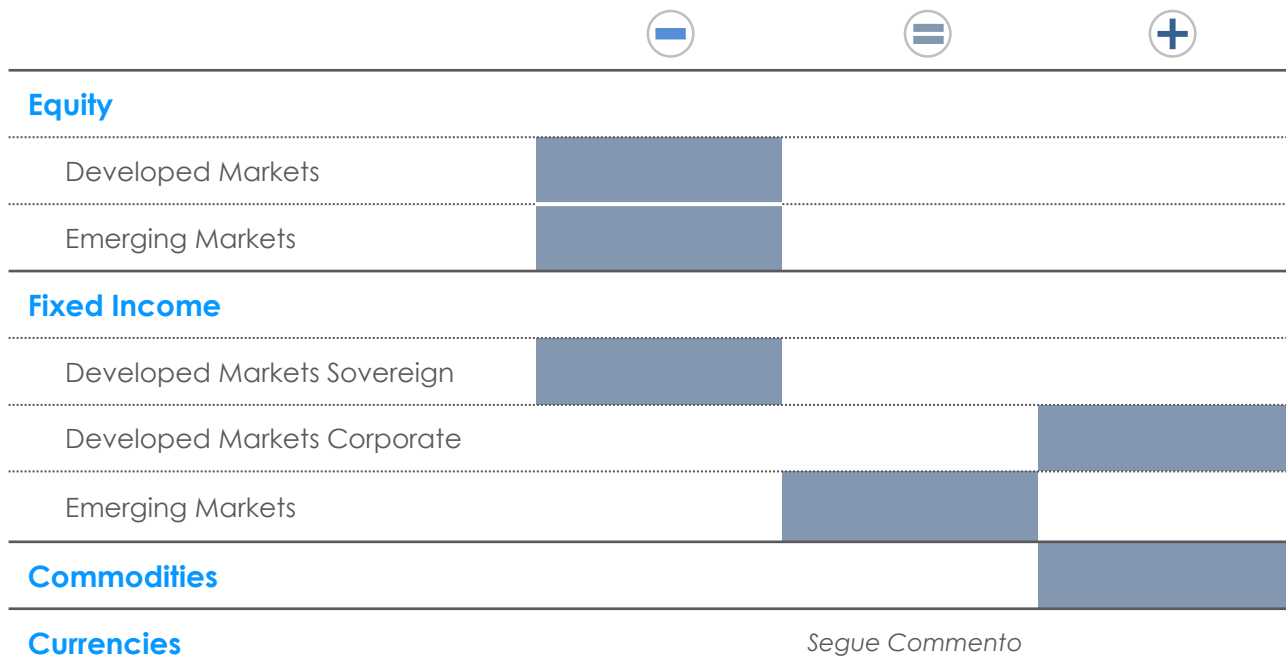
Tuttavia, lo sforzo di stimolo fiscale e monetario coordinato a livello globale per combattere il rischio di una depressione globale indotta da Covid-19 ha contribuito ad evitare ricadute sull'economia globale, a causa della moderazione cinese sulle politiche monetarie. Naturalmente, lo scenario potrebbe cambiare se il resto del mondo passerà a politiche monetarie e fiscali meno favorevoli.

In termini di flussi: alcuni investitori hanno chiaramente cercato modalità per ridurre i propri investimenti nei mercati emergenti riducendo l'esposizione alla Cina e cercando di concentrarsi maggiormente su altre aree emergenti più orientate alle materie prime, come Russia e Medio Oriente, e favorendo mercati come India e Taiwan in Asia.

Questo processo di facciata (riduzione dell'esposizione agli asset che hanno sottoperformato durante l'anno) guidato principalmente da investitori professionali potrebbe continuare fino alla fine dell'anno. Inoltre, è probabile che la possibilità di politiche monetarie meno accomodanti da parte delle banche centrali occidentali nei prossimi mesi e l'aumento del rischio politico in alcuni paesi emergenti aggiungano ulteriore pressione alle azioni dei mercati emergenti.

Dal lato positivo, **i mercati emergenti mostrano una valutazione interessante a lungo termine** rispetto ai paesi sviluppati; il sentiment nella regione è già piuttosto negativo, poiché gli investitori hanno incorporato i maggiori rischi politici nelle loro aspettative, mentre l'aumento del prezzo delle materie prime è stato una spinta per più paesi orientati all'esportazione. Pertanto, anche se i prossimi mesi potrebbero rivelarsi ancora accidentati, **potrebbero esserci buoni punti di ingresso per accumulare.**

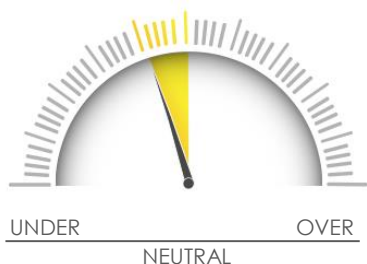
Asset Allocation View



⊖ UNDER
= NEUTRAL
⊕ OVER

Equity

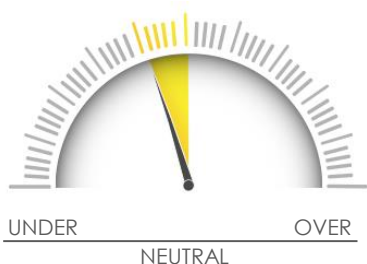
Developed Markets



View ridotta a **leggero sottopeso**. Le banche centrali, in particolare Fed e Bank of England, hanno iniziato ad annunciare che la politica monetaria sarà meno accomodante in futuro. Insieme al calo dello stimolo fiscale, alle valutazioni storicamente elevate e alla repressione finanziaria in Cina, è sempre più imminente un ritracciamento a breve termine. Sebbene non vi sia una chiara preferenza per uno stile particolare all'interno delle azioni, c'è una maggiore propensione per i titoli europei.



Emerging Markets

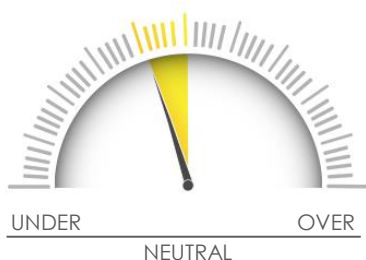


View mantenuta in **leggero sottopeso**. Anche se i mercati emergenti sono scambiati con uno sconto sostanziale rispetto ai mercati sviluppati e in termini relativi potrebbe essere ragionevole iniziare ad aumentare l'esposizione alle azioni dei mercati emergenti, nel breve termine il passaggio a una posizione più aggressiva da parte della Fed e della BoE insieme alla repressione finanziaria in Cina potrebbe ancora far soffrire i mercati emergenti in termini sia relativi che assoluti.



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View ridotta a **leggero sottopeso**. I tassi risk-free sono aumentati nelle ultime settimane a causa dell'anticipazione di una politica monetaria meno accomodante da parte delle banche centrali, aspettative che sono state confermate dalla Fed e dalla Bank of England. Il movimento dei tassi risk-free potrebbe aver già raggiunto la meta. Tuttavia, se gli asset rischiosi dovessero iniziare un ritracciamento a breve termine, la domanda di titoli di stato rifugio sicuro potrebbe aumentare in uno scenario risk-off, limitando al contempo il rialzo dei tassi risk-free.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View aumentata a **leggermente positiva**. Come stabilito in precedenza, il cambiamento di atteggiamento da parte delle banche centrali può innescare una correzione degli asset rischiosi, aumentando l'attrattiva degli asset meno volatili. Come sottolineato nel precedente report, bilanci solidi, bassi tassi di default e aspettative di prosecuzione della ripresa/riapertura delle economie dovrebbero impedire un significativo allargamento degli spread, anche in uno scenario di risk-off moderato. Pertanto, gli strumenti che gestiscono attivamente i rischi di durata e di credito potrebbero rivelarsi un'interessante soluzione di investimento.

IG Europe



IG US



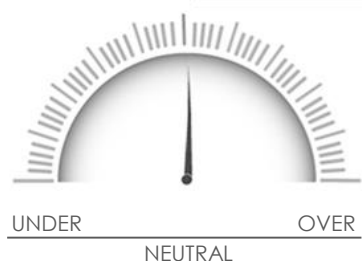
HY Europe



HY US



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. Ciò è avvenuto poiché la maggior parte delle banche centrali dei mercati emergenti ha adottato politiche monetarie più prudenti rispetto ai mercati sviluppati, e anche a causa dell'aumento delle politiche e dei rischi politici. Pertanto, da un lato, le obbligazioni dei mercati emergenti appaiono attraenti su base relativa e godono ancora dell'ampia liquidità nei mercati guidati dalla caccia al rendimento. D'altro canto, l'avvicinarsi del tapering da parte della Fed potrebbe portare a una sottoperformance a breve termine. Supponendo che i tassi statunitensi non si sposteranno significativamente più in alto di così, la visione sull'asset class è ancora bilanciata con rischi al ribasso.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta **positiva**. Continuiamo ad essere positivi sui metalli preziosi in particolare, poiché dovrebbero beneficiare di tassi reali molto bassi e aumento dell'inflazione; inoltre, potrebbero fungere da copertura in caso di maggiore avversione al rischio. Manteniamo la nostra posizione rialzista sull'energia e sui metalli industriali, a causa della forza della domanda, dei vincoli dell'offerta e dei colli di bottiglia delle spedizioni.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro americano: view mantenuta neutrale. L'annuncio del tapering potrebbe essere bilanciato dalle preoccupazioni sul tetto del debito e sulla potenziale approvazione del disegno di legge sulle infrastrutture.

Euro: view mantenuta neutrale. La moderata riduzione degli indicatori di sentiment, dovuta ai timori legati allo spread della variante delta, è bilanciata da un differenziale di tasso reale più favorevole rispetto al dollaro USA.

Renminbi cinese: view leggermente negativa. L'aumento dell'avversione al rischio sulle attività cinesi, a causa della continua repressione finanziaria da parte del governo locale, potrebbe spingere gli investitori a ridurre ulteriormente la loro esposizione alle attività cinesi. Inoltre, la banca centrale potrebbe diventare più accomodante e iniettare liquidità nel sistema per evitare un rallentamento più forte del previsto.

Valute emergenti: ci si attende una certa stabilità, supponendo che i tassi privi di rischio statunitensi non aumenteranno significativamente al di sopra dei livelli attuali. In caso contrario, le valute emergenti potrebbero essere vulnerabili alle correzioni.

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.