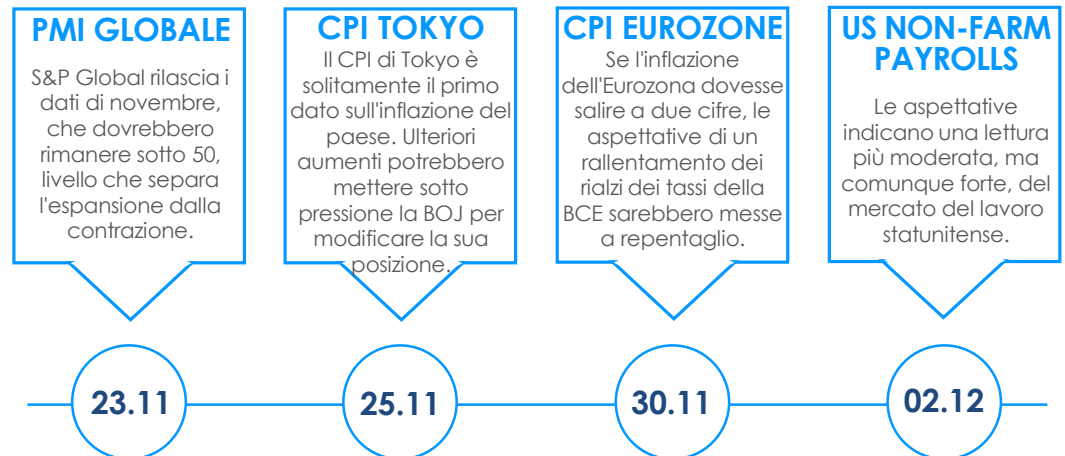


Principali eventi

Azimut Global Network

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



Una questione di stile

- **La Cina e l'Europa hanno ampiamente sovraperformato gli Stati Uniti nelle ultime settimane, grazie alla svolta «dovish» di alcune banche centrali e al passaggio della Cina a politiche più favorevoli al mercato.**
- **La forza dell'Europa, tuttavia, sembra essere dovuta principalmente alla sovraperformance dei titoli Value (più rappresentati nell'UE) rispetto ai Growth e alla ripresa dell'euro.**
- **I titoli Growth stanno sottoperformando a causa delle revisioni al ribasso degli utili dovute ad aspettative troppo elevate e al venir meno dei premi irragionevolmente elevati di cui godevano fino a poco tempo fa.**

Dalla metà di ottobre si è verificata un'imponente rotazione dei mercati finanziari, che ha portato ad un'inversione di tendenza (o forse solo a un temporaneo ritracciamento?) di molte delle principali tendenze che hanno caratterizzato l'anno finora.

Le aspettative che le banche centrali si stessero avvicinando alla tanta attesa «svolta» hanno innescato il movimento, che è stato poi confermato da quasi tutte le principali banche centrali occidentali (tranne la Fed), come discusso nel precedente report.

Le voci di un cambiamento di posizione dei politici cinesi sulle politiche di contenimento della COVID e le aspettative di misure a sostegno del settore immobiliare in crisi hanno preso forma, soprattutto per il settore immobiliare. Infine, il dato sull'inflazione statunitense, inferiore alle attese e in sensibile calo, è stata la «ciliegina sulla torta».

Sulla scia di questi eventi, i tassi d'interesse sono scesi notevolmente (soprattutto negli Stati Uniti), il dollaro ha perso rispetto a tutte le principali valute (il Dollar Index è sceso di circa il 7% rispetto ai suoi recenti massimi) e i mercati azionari sono rimbalzati fortemente, con un rally guidato dai peggiori performer dell'anno, la Cina e soprattutto l'Europa. I mercati azionari europei hanno completamente annullato la sottoperformance accumulata da inizio anno rispetto all'MSCI World, favoriti dal rafforzamento dell'euro.

Una questione di stile (continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Scaviamo un po' più a fondo per vedere se possiamo trarre qualche spunto utile dai recenti movimenti.

Il cambiamento di atteggiamento del governo cinese nei confronti di Covid e del settore immobiliare è sicuramente positivo per la crescita economica globale. Nel medio termine, se l'economia cinese dovesse ripartire in modo sostenibile, l'inflazione potrebbe rivelarsi più resistente, questo però non è un aspetto che i mercati prendono in considerazione ora. Considerato il basso livello delle valutazioni degli asset locali, se la Cina porterà avanti la sua nuova politica, c'è ampio spazio per il proseguimento del trend rialzista.

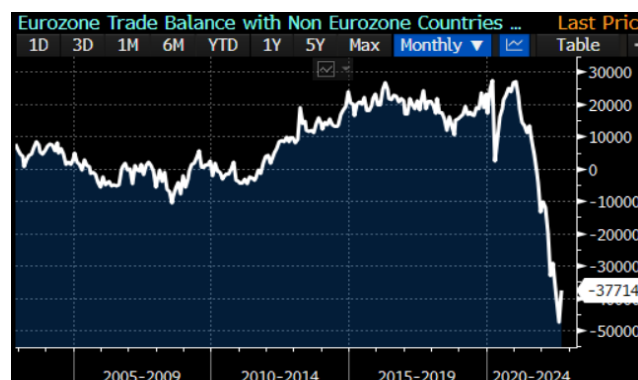
L'Europa ha chiaramente beneficiato di questi sviluppi in Cina, poiché i legami economici tra i due mercati sono molto forti. Una parte della ripresa europea può essere certamente attribuita all'aspettativa di una ripresa della domanda cinese. Altri due elementi che hanno giocato a favore dell'Europa sono le valutazioni più basse tra i Paesi sviluppati (torneremo su questo argomento più avanti) e la diminuzione dell'attenzione agli sviluppi della guerra in Ucraina, che ha probabilmente causato una riduzione del premio di rischio per la detenzione di asset europei.

Ci sono altri due elementi che, invece, sminuiscono l'importanza della recente sovraperformance dell'Europa. Il primo è legato alle valute: il rally dell'euro rispetto al dollaro è stato guidato dall'evoluzione del differenziale dei tassi a due anni, che, come abbiamo sottolineato più volte, è il principale fattore che guida il cross euro/dollaro. Quando sono iniziate le aspettative di cambiamento, i tassi statunitensi sono scesi più duramente in quanto erano stati aumentati in maniera più ingente. Di conseguenza, il differenziale si è contratto (linea bianca in aumento nel grafico in basso a destra), provocando un indebolimento del dollaro. Dato che la Fed ha poi mantenuto la sua posizione sulla politica monetaria, possiamo notare che il differenziale si sta gradualmente spostando di nuovo a favore del dollaro, mettendo in dubbio la possibilità di un ulteriore rafforzamento dell'euro.

Anche se espresse in termini di tassi reali, le conclusioni non sono diverse. L'inflazione europea è significativamente più alta di quella statunitense (10,7% contro 7,7%), nonostante i tassi ufficiali siano più bassi in Europa (1,5% contro 4,0%), portando la differenza tra inflazione e tassi a -3,7% negli Stati Uniti e -9,2% in Europa. Con queste disparità nei tassi reali e con la Fed che conferma la sua posizione restrittiva, mentre la BCE sta già aprendo la porta a un ritmo decelerato di rialzi dei tassi, è difficile che il dollaro possa ancora deprezzarsi molto.

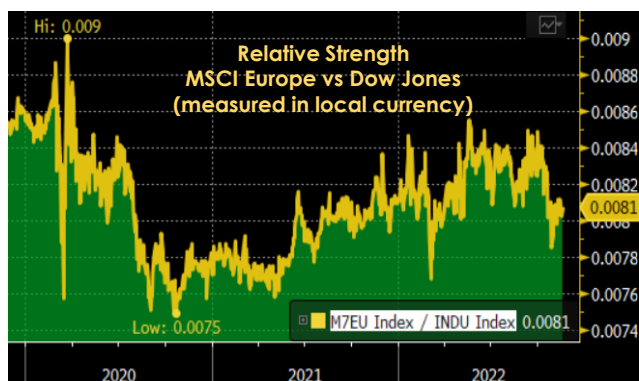


Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Una questione di stile (continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

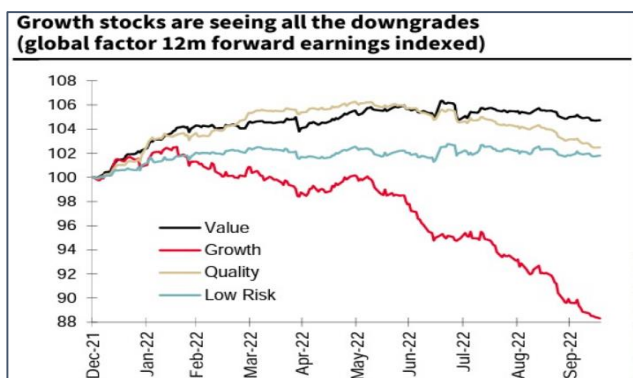
Inoltre, va considerato che, soprattutto a causa della crisi energetica e quindi della necessità di importare materie prime energetiche a prezzi più alti, la bilancia commerciale dell'UE (grafico alla pagina precedente) ha subito un forte deterioramento. Se l'euro continuerà a rafforzarsi, si pagheranno meno (in euro) i beni energetici, ma la competitività dell'UE, già indebolita dall'aumento dei costi di produzione, si deteriorerà ulteriormente.

Il secondo fattore da considerare per valutare la sovraperformance dell'Europa è legato alla composizione degli indici. Negli indici azionari europei, il peso della componente Value è significativamente superiore a quello della Growth. L'opposto è vero per l'S&P500. Se confrontiamo l'MSCI Europe con l'indice Dow Jones, anch'esso più esposto alla componente Value che a quella Growth, la sovraperformance europea è molto più contenuta.

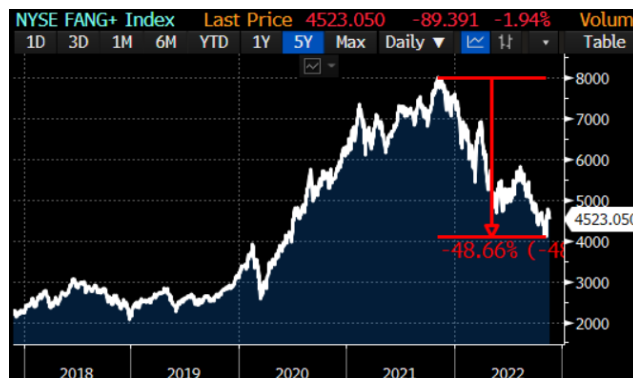
Se eliminiamo l'effetto dei movimenti valutari (perché, come detto in precedenza, il rafforzamento dell'euro è stato probabilmente dovuto a fattori transitori) e confrontiamo il Dow Jones in USD con l'MSCI Europe in euro (grafico in alto a sinistra), possiamo vedere chiaramente che il coefficiente si è mosso appena. In altre parole, sembra che, una volta eliminati gli effetti valutari e la diversa composizione per stile, la sovraperformance dell'Europa sia molto meno indicativa della rinnovata forza intrinseca del vecchio continente.

Infatti, se confrontiamo il ratio tra il Nasdaq come proxy dello stile Growth e il Dow Jones come proxy dello stile Value (confrontando quindi due indici dello stesso Paese - soggetti alle stesse dinamiche economiche e senza distorsioni valutarie), vediamo chiaramente che il Growth sta continuando a perdere rispetto al Value, portando a una deflazione (probabilmente non ancora completata) della bolla formatasi negli ultimi anni. Il Nasdaq ha recuperato il 5% rispetto al Dow Jones grazie ai dati sul CPI statunitense migliori del previsto, ma nei giorni successivi ne ha già perso la metà.

La sottoperformance del Nasdaq e dei titoli Growth, tuttavia, non è dovuta a un eccessivo pessimismo. I fondamentali mostrano chiaramente che le aspettative sugli utili dei titoli Growth erano eccessivamente elevate dall'inizio dell'anno e sono state pesantemente riviste al ribasso. Le aspettative di guadagno per i titoli Value e a basso rischio (ad esempio minimum volatility) erano invece eccessivamente conservative.



Fonte: SG Cross Asset Research, Factset, Refinitive



Fonte: Bloomberg

Una questione di stile (continua)

Valuation metric	Equity				
	S&P 500	Stoxx 600	MXAPJ	Topix	MSCI EM
	12m forward P/E ratio				
Current:	17.5x	11.8x	12.6x	12.4x	11.3x
Expensiveness (last 10y percentile):	66%	6%	43%	13%	40%
3M change:	-0.8x	-0.4x	0.1x	-0.2x	0.1x
Average:	17.3x	14.4x	13.1x	13.9x	11.8x
95th:	22.1x	17.4x	16.2x	17.3x	14.8x
5th:	13.8x	11.7x	11.4x	12.0x	10.1x

Fonte: Goldman Sachs, Datastream, I/B/E/S, iBoxx

Valuation metric	Equity				
	S&P 500	Stoxx 600	MXAPJ (\$)	Topix	MSCI EM (\$)
	Dividend Yield (NTM)				
Current:	1.7%	3.7%	3.2%	2.6%	3.4%
Percentile (-10y):	19%	52%	48%	88%	91%
Average:	2.0%	3.6%	3.1%	2.3%	3.0%
95th:	2.3%	4.1%	3.6%	2.7%	3.4%
5th:	1.5%	3.0%	2.4%	1.9%	2.5%

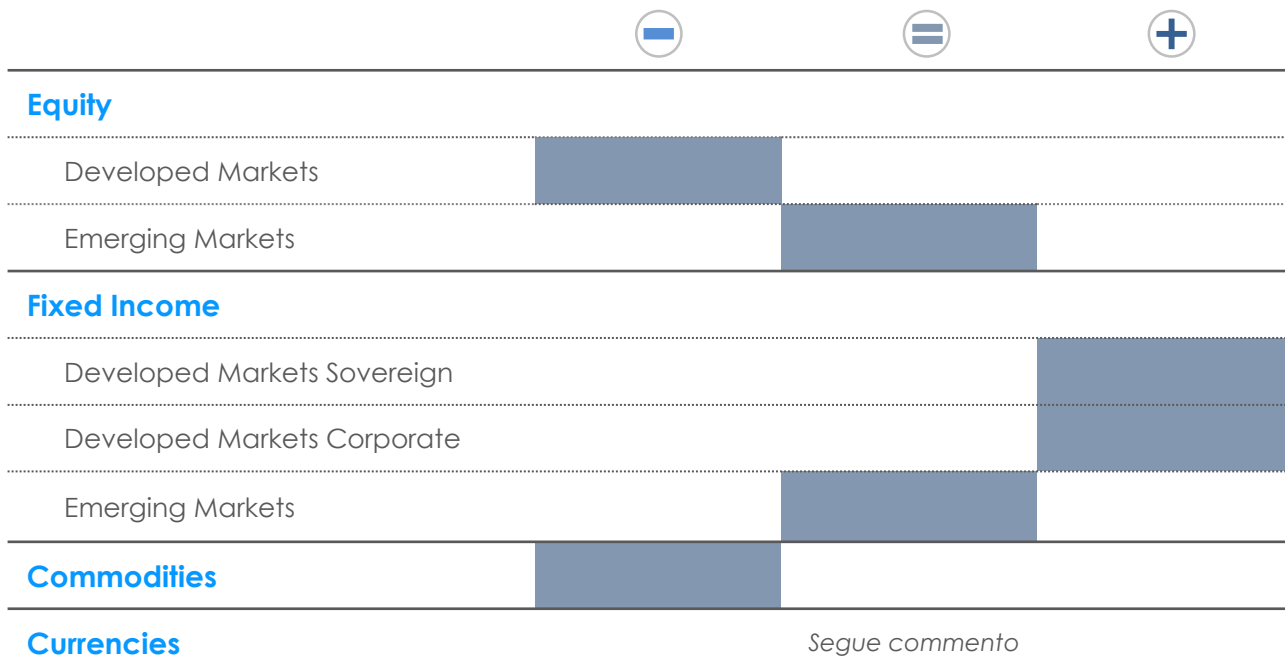
Fonte: Goldman Sachs, Datastream, iBoxx

Si sta assistendo al venir meno del premio eccessivamente elevato di cui godevano alcune società esposte alla «crescita secolare». Non stiamo parlando solo degli ormai famigerati titoli tecnologici non redditizi, che sono scesi di quasi l'80% dai loro massimi. Anche alcuni dei titoli più popolari tra gli investitori retail (i FANG+) sono scesi di quasi il 50% dai loro massimi.

Tuttavia, nonostante la correzione di quest'anno, i multipli dei titoli Growth continuano a rimanere ampiamente superiori a quelli di altri mercati. Di conseguenza, a causa della sua ampia esposizione ai titoli Growth, il mercato statunitense continua ad essere di gran lunga il più costoso. A 17,5 volte gli utili previsti per i prossimi 12 mesi, l'S&P500 ha un premio di circa il 50% rispetto agli altri mercati che scambiano a circa 12 volte gli utili. Se consideriamo il dividend yield, questo è solo dell'1,7% per lo S&P500, circa la metà del dividend yield offerto da altri mercati.

In sintesi, visto il notevole movimento, l'Europa potrebbe avere uno spazio limitato per continuare il suo recente trend di sovraperformance nel breve termine. Tuttavia, le valutazioni sono ampiamente favorevoli e consentono all'Europa di sovraperformare gli Stati Uniti nel medio-lungo periodo. Anche i mercati emergenti hanno il potenziale per sovraperformare gli Stati Uniti nei prossimi anni. Tuttavia, è altrettanto ragionevole sostenere che se il resto del mondo supererà gli Stati Uniti, ciò sarà dovuto principalmente al ritorno a valutazioni più ragionevoli dei titoli Growth.

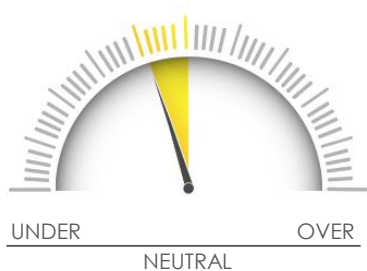
Asset Allocation View



UNDER
 NEUTRAL
 OVER

Equity

Developed Markets



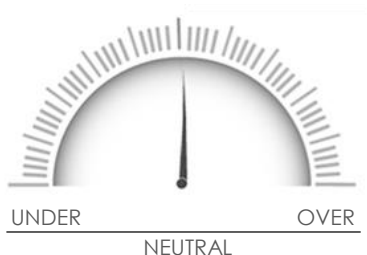
View abbassata a **leggero sottopeso**. Con il rimbalzo delle ultime settimane, i mercati azionari sembrano aver scontato completamente la lettura dell'inflazione statunitense, migliore del previsto, l'auspicato cambio di posizione delle banche centrali e l'atteso cambio di rotta del governo cinese sulle restrizioni Covid-19 e sul settore immobiliare. Il «rally di Babbo Natale» potrebbe essersi già verificato a novembre e da qui in poi potrebbe essere difficile ottenere ulteriori rialzi sostanziali.

US

Europe

Japan

Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. L'aspettativa che la svolta dovish delle principali banche centrali possa effettivamente concretizzarsi nel prossimo futuro e che le misure intraprese dalla Cina per sostenere il settore immobiliare e i primi segnali di allentamento delle restrizioni legate al Covid possano consentire ai mercati emergenti di proseguire il rimbalzo iniziato qualche settimana fa.

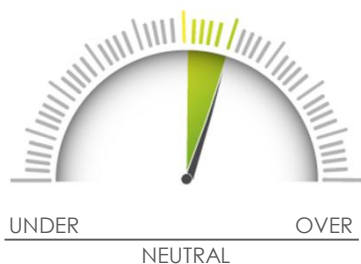
Asia ex-Japan

EEMEA

LATAM

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Il recente calo dei tassi, dovuto alle aspettative di una svolta dovish delle banche centrali e ai dati positivi sull'inflazione statunitense, ha reso i titoli di Stato un po' meno interessanti in termini assoluti. Tuttavia, considerando che anche i mercati azionari sono saliti, i titoli di Stato continuano a essere considerati relativamente interessanti, per cui la view non cambia.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta in **sovrappeso**. Dato l'elevato livello degli spread, nonché l'economia globale che continua a rimanere solida, le obbligazioni societarie Investment Grade e le obbligazioni ibride in particolare sono ora un'opzione d'investimento da prendere seriamente in considerazione. Si rimane cauti sugli high yield a causa degli spread ridotti.

IG Europe



IG US



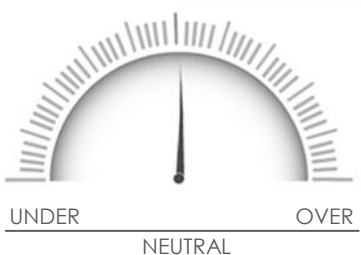
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. Sebbene le obbligazioni dei mercati in via di sviluppo possano trarre vantaggio dalla svolta dovish di alcune banche centrali, una certa cautela è ancora giustificata, poiché la Federal Reserve, la banca centrale più importante per i mercati emergenti, ha ribadito il proprio impegno a riportare l'inflazione sotto controllo. Tuttavia, lo spread significativamente più elevato dell'asset class dovrebbe ridurre il rischio di ulteriori ribassi. Si continuano a preferire le obbligazioni dei mercati emergenti denominate in valuta locale.

Local Currency



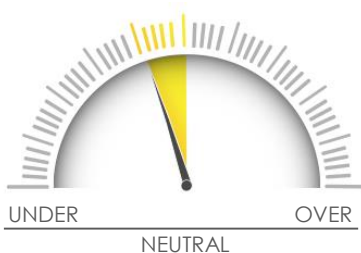
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Non essendo in grado di generare flussi di cassa, i metalli preziosi devono affrontare una crescente concorrenza da parte dei titoli di Stato, soprattutto con l'aumento dei tassi d'interesse ufficiali. Considerando il primo passo verso l'allentamento delle misure di contenimento del Covid in Cina e le misure di sostegno al settore immobiliare cinese, è possibile che i settori dei metalli energetici e industriali prolunghino il rimbalzo dai recenti minimi.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale**. La pubblicazione dei dati relativi al CPI negli Stati Uniti, migliori del previsto, ha innescato la tanto attesa correzione del dollaro. Dopo un ritracciamento del 7% del Dollar index, è improbabile che il biglietto verde abbia molto spazio per indebolirsi ulteriormente.

Euro: view **neutrale**. Il recente rimbalzo dell'euro rispetto al dollaro è stato significativo, circa l'8%. Considerando che nell'ultima conferenza stampa la Lagarde ha aperto la porta a una riduzione del ritmo dei rialzi dei tassi già dalla prossima riunione, nonostante un'inflazione a due cifre (e in aumento), è improbabile che l'euro possa apprezzarsi ulteriormente.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale**. I primi segnali di allentamento delle misure anti-Covid in Cina e l'approvazione di misure di sostegno per il settore immobiliare potrebbero favorire un ritorno di interesse degli investitori internazionali per gli asset cinesi, le cui valutazioni sono a forte sconto rispetto ad altri Paesi sviluppati o emergenti.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale**, considerando da un lato il rischio di un possibile rallentamento globale e dall'altro la svolta dovish di alcune banche centrali occidentali.

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.