

Azimut Global Network

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

Principali eventi



I scintillanti FAANG

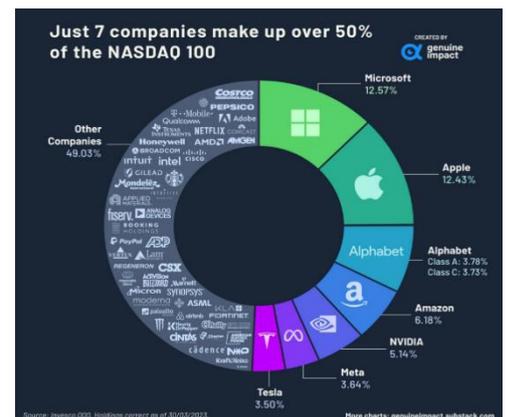
- La performance positiva da inizio anno dei principali indici mondiali è interamente attribuibile ai FAANG.
- L'andamento dei FAANG nelle ultime settimane presenta alcune analogie con quanto accaduto nelle fasi finali della bolla del 2000.
- La divergenza delle performance YTD suggerisce la necessità di cautela nei confronti dei FAANG, ma ha anche creato sacche di sottovalutazione in cui si possono trovare buone opportunità di investimento.

Mai come quest'anno l'andamento del mercato azionario è stato così polarizzato, con una manciata di titoli che spiegano l'intera performance positiva dei principali indici.

Con un +70% da inizio anno, l'indice FANG+ (composto da dieci dei titoli growth più popolari) è responsabile dell'intera performance positiva dei vari indici. Infatti, il FANG+ rappresenta oltre il 50% dell'indice Nasdaq 100 (+35% YTD), circa un quarto dell'S&P 500 (+14% YTD) e poco meno di un quinto dell'MSCI World (+13% YTD).

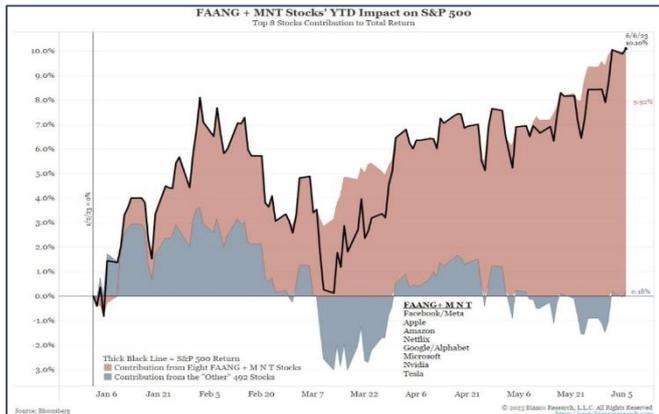


Fonte: Bloomberg



Fonte: Genuine Impact

(continua)



Fonte: Jim Bianco, Bianco Research LLC



Fonte: Bloomberg

Il grafico in alto a sinistra mostra esattamente come 8 titoli (i **FAANG** «originali» - Facebook/Meta, **A**pple, **A**mazon, **N**etflix, **G**oogle/Alphabet - più Microsoft, Nvidia e Tesla) siano responsabili dell'intera performance positiva dell'S&P 500 dall'inizio dell'anno al 6 giugno. Gli altri 492 titoli non hanno portato nessun contributo alla performance dell'indice. In altre parole: o si hanno questi 8 titoli in portafoglio, o un portafoglio diversificato sui restanti titoli è bloccato a zero (da inizio anno).

Quanto di questa performance si basa però su solidi fondamentali? Il premio di valutazione di cui godono i titoli growth, in particolare quelli contenuti nel FANG+, è comunemente spiegato dall'aspettativa che questi titoli godano di una crescita degli utili molto più forte rispetto al resto del mercato. Nel grafico in alto a destra, gli EPS effettivi dei titoli del FANG+ sono indicati in verde, mentre quelli previsti dagli analisti per i prossimi 12 mesi sono indicati in viola.

La prima osservazione da fare è che gli utili dei titoli del FANG+ non solo non sono aumentati in modo significativo, ma sono addirittura diminuiti di quasi il 38% in termini nominali rispetto al picco di un anno fa, tornando ai livelli di due anni fa. Questo nonostante il fatto che il CPI sia aumentato cumulativamente di oltre il 10% da allora. Nonostante l'evidenza di un calo degli utili, gli EPS attesi continuano a salire. Ad oggi, si prevede che gli utili per i prossimi 12 mesi saliranno di circa il 64%, ovvero quasi dieci volte la crescita media degli EPS registrata dalle azioni nel lunghissimo periodo. Quanto siano credibili queste ipotesi è piuttosto discutibile, considerando che non si può ancora escludere la possibilità di incorrere in un rallentamento o in una recessione, e che non si sta parlando di small cap con ricavi limitati o di aziende con margini ridotti. Ciononostante, il mercato sembra concentrarsi solo sul dato di crescita degli EPS, entusiasmandosi per questo.

Per evitare possibili distorsioni dovute ad aspettative più o meno realistiche, diamo un'occhiata al P/E calcolato con gli utili dichiarati. Si può chiaramente apprezzare la **rapidità con cui il P/E dei titoli FANG+ stia esplodendo verso l'alto con una velocità e a livelli normalmente associati allo sviluppo di una bolla**. Anche i P/E del Nasdaq e dello S&P sono saliti, ma in misura minore e solo a causa del peso dei titoli del FANG+ in questi indici. Al contrario, il P/E dell'MSCI World ex-US, in cui tali titoli non sono rappresentati, quest'anno è lentamente diminuito.

Queste dinamiche sono probabilmente dovute alle **iniezioni di liquidità degli ultimi 4 mesi dovute al tetto del debito e agli interventi della Fed a sostegno delle banche in difficoltà**, di cui abbiamo parlato nel precedente report. Questa abbondante liquidità ha probabilmente innescato grandi afflussi verso gli stessi titoli che avevano guidato il rally fino al 2021, in quanto gli investitori, che di solito hanno aspettative che si adattano (cioè che tendono a prevedere per il futuro le stesse dinamiche sperimentate nel recente passato), continuano a considerare quei titoli come i migliori, a prescindere dalle loro valutazioni.

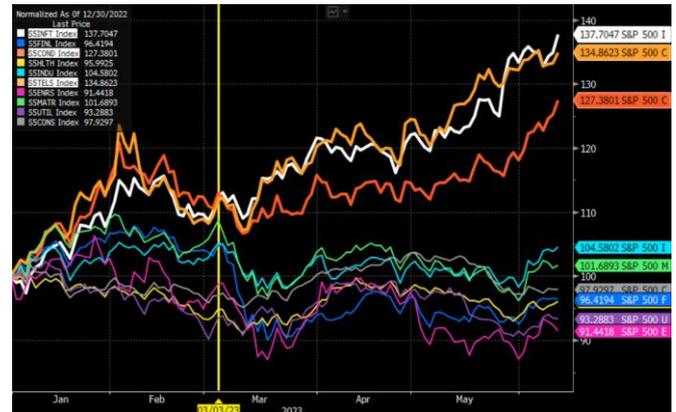


Fonte: Bloomberg

(continua)



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Un P/E di 56 corrisponde a un rendimento implicito dell'1,8% ($=100/56$). Anche ipotizzando una crescita degli utili del 65% (10 volte la media storica del titolo), dopo un anno il rendimento implicito salirebbe solo al 3% ($1,8 \times 1,65$). Ipotizzando due anni consecutivi di crescita degli utili a 10 volte la media storica, si otterrebbe un rendimento implicito del 5%, ancora inferiore a quello dei T-Bills a 12 mesi che rendono il 5,2%. Anche ipotizzando tassi di crescita irragionevoli da un punto di vista storico (e a maggior ragione considerando che si tratta di alcune delle più grandi società al mondo), i rendimenti impliciti dei titoli del FANG+ rimangono comunque non competitivi se si considerano gli attuali tassi risk-free.

Questa mancanza di sensibilità alle variazioni dei tassi di interesse è forse la dinamica più sorprendente. I tassi risk-free sono aumentati del 5% rispetto all'anno scorso. Tutti sanno che i titoli growth dovrebbero essere i più sensibili ai tassi d'interesse. C'è sempre stata una forte correlazione inversa tra il P/E del Nasdaq e i tassi reali (mostrata su una scala invertita nel grafico in alto a sinistra, in quanto la correlazione è inversa). [Nota: per evitare qualsiasi confusione, il P/E del Nasdaq utilizzato in questo grafico è calcolato sulla base degli utili previsti, che dovrebbero crescere di circa il 20%, e non degli utili dichiarati. Questo spiega la differenza tra i livelli di P/E di questo e del grafico precedente (26,8 contro 32,6)].

Il P/E del Nasdaq e i tassi reali non sono mai stati così distanti come oggi. Attualmente il divario è salito a quasi il 40% e negli ultimi due mesi il P/E è aumentato nonostante i tassi di interesse reali siano saliti avvicinandosi a livelli record.

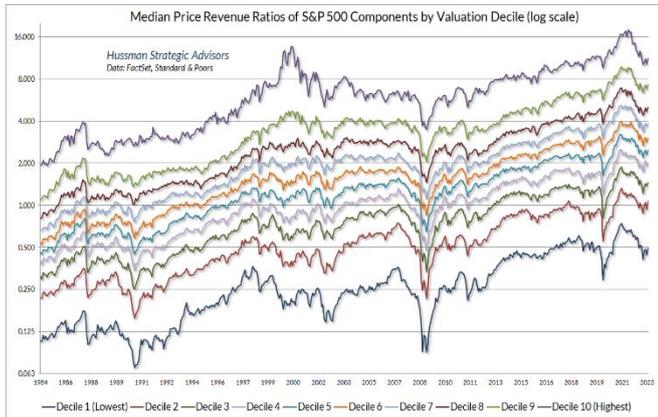
Inoltre, come accennato in precedenza, i modelli che stiamo osservando in questo momento assomigliano a quelli tipici di una bolla. In particolare, alcune di queste dinamiche ricordano quanto accaduto alla fine del 1999/inizio 2000. Come si può vedere dal grafico in alto a destra, dall'inizio della crisi bancaria statunitense, solo tre settori sono saliti, e in modo considerevole: quello tecnologico (che comprende Microsoft, Apple e Nvidia), quello delle telecomunicazioni (che comprende Google/Alphabet e Facebook/Meta) e quello dei consumi discrezionali (che comprende Amazon e Tesla). Tutti gli altri settori, invece, sono stati venduti e hanno subito perdite anche superiori al 10%.

Il primo grafico della pagina seguente mostra l'evoluzione del rapporto prezzo/vendite (P/S) dei componenti dello S&P500, suddivisi in decili. Non si tratta di un raggruppamento in base a settori o stili d'investimento, ma solo in base al livello assoluto del rapporto P/S. Si può notare che negli ultimi 40 anni tutti i decili si sono mossi, come di norma, in sincronia: salgono, scendono o restano fermi tutti insieme.

L'unica eccezione è il periodo tra la fine del 1999 e il 2005. Negli ultimi mesi, quando il rialzo è diventato parabolico, solo i titoli con le valutazioni più elevate sono saliti (primo decile in termini di P/S, e in misura minore il secondo decile), mentre tutti gli altri decili sono scesi. In pratica, si vendevano i titoli che non avevano performato per comprare solo i pochi che stavano salendo, senza tenere conto dei fondamentali.

Quando la bolla ha raggiunto il suo apice all'inizio del 2000, questa dinamica si è invertita: per alcuni anni dopo il picco, i titoli appartenenti ai decili con le valutazioni più elevate hanno subito una significativa correzione tornando a livelli più ragionevoli, mentre gli altri decili che erano stati venduti nella fase finale del mercato bull hanno registrato performance positive.

(continua)



Fonte: www.husmanfunds.com/comment/mc230221/



Fonte: Bloomberg

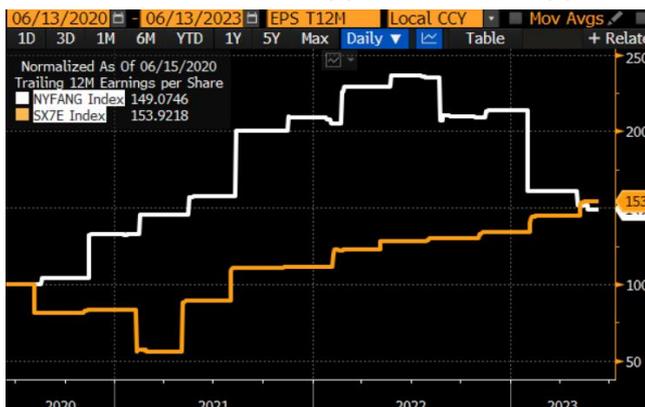
Quanto può durare questa divergenza di performance? Definire la tempistica di un'inversione è sempre difficile, se non impossibile. In questo caso, si potrebbe azzardare un'altra analogia storica con la bolla del 2000.

All'epoca, l'indice più popolare era il Nasdaq, quello che comprendeva le società più in vista del momento, poiché l'euforia riguardava un gran numero di aziende, a differenza della situazione attuale. Dopo un mercato bull durato molti anni, tra il 18 ottobre 1999 e il 24 marzo 2000 il Nasdaq ha compiuto l'ultima grande impennata, il movimento più esteso che di solito si verifica alla fine di una bolla, quasi raddoppiando il suo livello. Il grafico in alto a destra confronta il Nasdaq di allora (in giallo) con il FANG+ (in bianco) dal minimo del 5 gennaio 2023. È interessante notare che la durata dei due movimenti è oggi praticamente identica (1 giorno di differenza), mentre in termini percentuali al FANG+ manca ancora il 10% per eguagliare la performance del Nasdaq nel 2000 (considerando che il punto di partenza è 176% e non 100%).

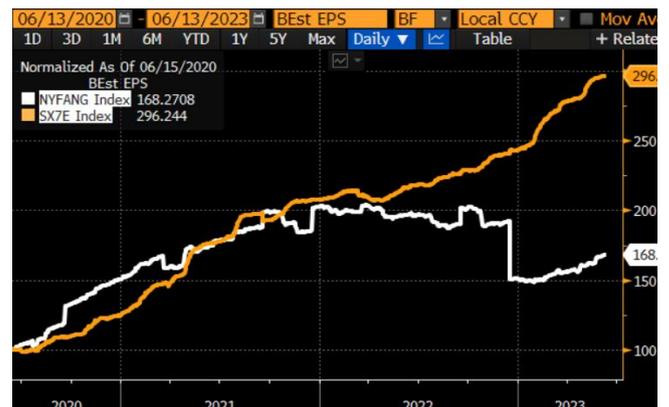
Quanto descritto finora, tuttavia, non implica uno scenario uniformemente negativo per le azioni. Al contrario, la recente divergenza di performance ha creato sacche di sottovalutazione. Ad esempio, a poco meno di 14 volte gli utili, l'MSCI World ex-US offre un rendimento implicito di circa il 7% (=100/14).

Un altro esempio, forse più efficace, per illustrare alcune delle stranezze che si possono attualmente osservare nel mercato è il confronto tra i titoli del FANG+ e le banche europee. Negli ultimi 3 anni, gli utili delle banche europee (in giallo nei due grafici sottostanti) sono cresciuti più velocemente di quelli dei titoli del FANG+ (in bianco), sia considerando gli utili effettivi dichiarati (grafico di sinistra) che quelli previsti per i prossimi 12 mesi (grafico di destra), ma nessuno sembra essere così entusiasta delle banche europee come del FANG+. Inoltre, le banche europee sono scambiate a 6,2 volte gli utili attuali e previsti, ovvero quasi un decimo dell'attuale P/E del FANG+.

Sulla base di tutte le evidenze presentate finora, **riteniamo che sui titoli del FANG+ sia necessario un atteggiamento prudente**, dato che il profilo di rischio/rendimento a medio e lungo termine appare piuttosto sfavorevole. Inoltre, questi titoli sono talmente ipercomprati che il rischio di un ritracciamento a breve termine può iniziare in qualsiasi momento, soprattutto in caso di un dato sfavorevole sull'inflazione statunitense o di un atteggiamento più aggressivo del previsto da parte della Fed.

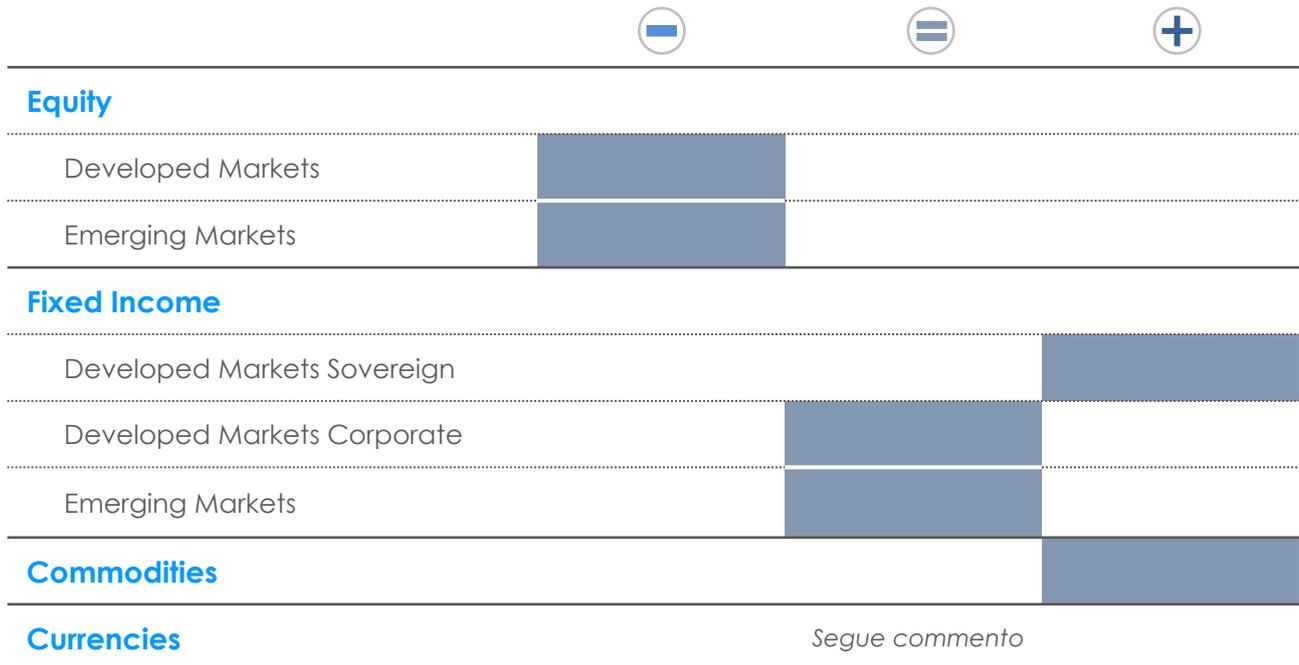


Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

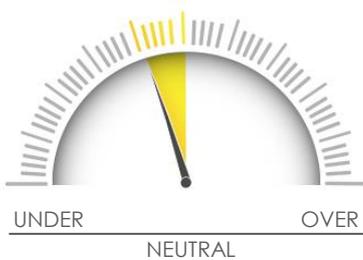
Asset Allocation View



⊖ UNDER ⊞ NEUTRAL ⊕ OVER

Equity

Developed Markets



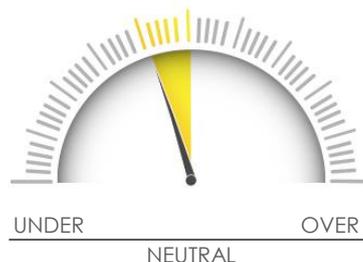
View mantenuta in **leggero sottopeso**. Le valutazioni elevate e le condizioni di ipercomprato, soprattutto nei più grandi titoli growth statunitensi, suggeriscono un atteggiamento prudente. L'attuale movimento di mercato sembra essere sostenuto solo dal momentum: l'ultimo rally dei prezzi azionari si sta verificando in un periodo di aumento abbastanza consistente dei tassi risk-free. Si dovrebbero anche iniziare a vedere gli effetti del drenaggio di liquidità del QT e della ricostituzione Treasury General Account (ne abbiamo parlato nello scorso report), entrambi i quali non dovrebbero essere positivi per le azioni. Considerando i dati deboli dell'UE, siamo più cauti nei confronti dei titoli europei.

US ⊞

Europe ⊖

Japan ⊕

Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. I mercati emergenti continuano a rimanere indietro rispetto ai mercati sviluppati, poiché i tassi più elevati ed il rischio di una recessione incombente sembrano essere importanti solo per i paesi in via di sviluppo. Un atteggiamento aggressivo da parte della Fed durante la riunione di mercoledì 14 potrebbe mettere ulteriore pressione sui mercati emergenti, mentre un atteggiamento più accomodante potrebbe consentire un rimbalzo visto il sentiment profondamente negativo.

Asia ex-Japan ⊞

EEMEA ⊖

LATAM ⊕

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. I tassi risk-free continuano a salire, considerando che le banche centrali continuano a mantenere un atteggiamento aggressivo, con alcune di esse (Australia, Canada) che, dopo una pausa, hanno ripreso ad aumentare i tassi d'interesse, in vista di un'inflazione più resistente del previsto. Nelle riunioni di questa settimana, la BCE dovrebbe continuare con i suoi rialzi di 25 punti base, mentre la Fed dovrebbe rimanere ferma e poi aumentare a luglio, anche se non si può escludere un rialzo già a giugno. Se i tassi risk-free dovessero salire ancora un po', sarebbe opportuno allungare la duration del portafoglio.

EU Core



EU Periphery



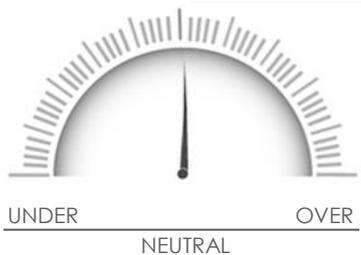
US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View mantenuta **neutrale**, poiché la fine (o quasi) del ciclo di crescita statunitense elimina in gran parte il rischio di duration. Siamo leggermente più cauti sulle obbligazioni corporate rispetto ai titoli di Stato, a causa degli spread ancora relativamente ristretti alla luce dei crescenti rischi di rallentamento o recessione, mentre vediamo alcune opportunità nelle obbligazioni subordinate e ibride. Continuiamo a ritenere che le obbligazioni High yield corporate presentino le peggiori prospettive di rischio/rendimento.

IG Europe



IG US



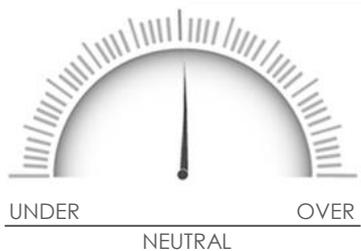
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta **neutrale**. La probabile fine (o quasi) del ciclo di rialzo dei tassi della Fed ed il significativo ampliamento degli spread negli ultimi mesi dovrebbero compensare il crescente rischio di recessione a livello globale.

Local Currency



Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. L'aumento del tetto del debito e la possibilità di un ulteriore rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve hanno ridotto l'appel dei metalli preziosi nel breve periodo, ma continuiamo a mantenere un bias positivo in considerazione dei rischi geopolitici e della difficile situazione del sistema bancario statunitense. Rimaniamo più cauti sulle altre materie prime.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale**. Nelle ultime settimane il dollaro è rimbalzato dopo il forte deprezzamento dei mesi precedenti. Nel breve termine, il destino del «green-back» (biglietto verde) dipenderà soprattutto dalle parole di Powell dopo il FOMC di mercoledì 14.

Euro: view mantenuta **neutrale**. La recente debolezza dell'euro è spiegata dai dati macroeconomici europei deboli delle ultime settimane. Se giovedì la BCE aprirà la porta alla possibilità di terminare in anticipo l'attuale ciclo di rialzi dei tassi ed ad un livello più basso del previsto, proprio a causa degli ultimi dati, potrebbe esserci ulteriore debolezza.

Renminbi cinese: view mantenuta **neutrale con un bias ribassista** in considerazione dei dati economici cinesi molto più deboli del previsto, che suggeriscono la necessità di un allentamento monetario per sostenere l'economia.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale** sulla maggior parte delle valute emergenti. Tuttavia, siamo più costruttivi sulle valute dell'America Latina che potrebbero beneficiare di alcuni dei tassi di interessi reali più alti del mondo.

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.