

Normalizzazione: è il processo di portare o riportare qualcosa a una condizione o stato normale. A quasi un anno dall'esplosione di questa crisi senza precedenti, la normalizzazione dal punto di vista "sociale" è davvero un augurio che tutti noi facciamo per il nuovo anno, per tornare a una vita "normale". Ciò varrà anche per il quadro macroeconomico, dopo anni di tensioni, paure, turbolenze geopolitiche, la guerra commerciale globale e, infine, la maggiore crisi sanitaria della storia. **[Nicolò Bocchin (Lussemburgo)]:** "Nel 2021, con i vaccini, l'uscita di scena di Trump, che è stata la principale fonte di controversie globali, e la fine della Brexit in modo positivo o negativo, avremo finalmente la possibilità di godere di un ambiente più "normale", dove i grandi eventi attesi non sono le elezioni politiche, l'accordo sulle tariffe, le politiche delle banche centrali o le controversie europee, ma semplicemente la distribuzione di un farmaco a livello globale che ci permetterà di provare a tornare a una vita "normale".

Overweight Mercati Emergenti: questa è l'opinione più forte del Comitato. Saranno i primi beneficiari della ripresa della crescita globale e dell'inflazione, della potenziale debolezza del dollaro e di un previsto forte rimbalzo del prezzo delle materie prime. **[Giovanni Matteucci (Lugano)]:** "Riteniamo che l'attuale contesto sia di supporto per i mercati emergenti, le cui economie sono meno colpite rispetto ai mercati sviluppati dalla seconda ondata di Covid in corso. In generale, riteniamo che sia le obbligazioni societarie che le valute dei mercati emergenti dovrebbero attrarre buoni afflussi". **[Jacopo Turolla (Dublino)]:** "La ripresa dell'economia cinese, che probabilmente continuerà nel prossimo anno, sosterrà le materie prime, dalle quali molti paesi emergenti dipendono per l'afflusso di dollari, aumentando le possibilità di ulteriori compressioni degli spread." **[Carlo Morelli (Lussemburgo)]:** "La reflazione dei prezzi delle materie prime ha iniziato ad aumentare i prezzi degli esportatori (Nigeria, Angola, Kazakistan, Ecuador). Tuttavia, le pressioni inflattive sono ancora a livelli contenuti nella maggior parte dei mercati locali e il supporto del rendimento corrente continua a rendere interessanti le posizioni. Il rischio geopolitico sta migliorando in modo significativo e la nomina di Antony Blinken a Segretario di Stato degli Stati Uniti fa ben sperare per il mondo emergente."

Recovery Fund: **[Karol Necki (Monaco)]:** "L'approvazione finale del Recovery Fund rappresenterebbe un punto di svolta per la periferia europea". Una volta che vedremo la prima emissione da questo nuovo veicolo di finanziamento comune, vorrà dire che tutte le questioni tra l'Unione saranno state risolte e verrà dispiegata tutta la liquidità: "un'altra spinta ai consumi e agli investimenti, che hanno il potenziale per crescere, principalmente nella seconda metà dell'anno".



Nicolò Bocchin
Senior Portfolio Manager
and Head of Fixed Income,
LUSSEMBURGO



Giovanni Matteucci
Senior Portfolio Manager,
LUGANO



Jacopo Turolla
Senior Portfolio Manager,
DUBLINO



Carlo Morelli
Senior Portfolio Manager,
LUSSEMBURGO



Medio Oriente: [Faisal Ali (Dubai)]: "Prevediamo che le obbligazioni a reddito fisso del Medio Oriente (ME) trarranno vantaggio dai flussi degli investitori poiché offrono un accesso ad alto beta al mondo emergente. Gli spread rispetto ad altre regioni emergenti sono rilevanti e prevediamo si ridurranno nel 2021. I fondamentali societari e sovrani del ME dovrebbero stabilizzarsi mentre le economie si riprendono dalla fase di crisi. ... All'interno del ME, ci aspettiamo che le società ad alto rendimento (HY) sovraperformeranno, in particolare le emissioni di società in settori come i viaggi, il turismo e gli immobili commerciali, settori che sono stati pesantemente colpiti dalla pandemia globale."

[Abdullah Kunt (Istanbul)]: "Restiamo positivi sulle società turche, in particolare sulle banche, dato che ci sentiamo a nostro agio con il loro profilo di credito e dato il loro spread significativo rispetto ai titoli emergenti sovrani. Preferiamo le obbligazioni AT1 e Tier 2".

Asia: [Stefano Chao (Shanghai)]: "Restiamo positivi sulle prospettive economiche della Cina per il 2021. Già alla fine del 2020 la domanda interna ed esterna ha superato le aspettative e ci aspettiamo che la tendenza continui nel 2021.... Dal punto di vista degli investitori stranieri, i tassi cinesi continuano ad essere interessanti visti gli spread storici su USD / EUR / JPY. Insieme all'inclusione in tutti e tre i principali indici globali, gli afflussi sui titoli governativi potrebbero essere considerevoli. ... Restiamo ribassisti sui titoli HY cinesi, in particolare nel settore industriale e immobiliare, mentre siamo cautamente positivi sulle prospettive per lo spazio Investment Grade per il 2021...I fondamentali per il Renmimbi non sono mai stati più forti."

[Kuan Weng Pang (Singapore)]: "I titoli di stato asiatici sono generalmente sottovalutati rispetto ai titoli del Tesoro USA. Riteniamo che i titoli di stato indonesiani (IndoGB) dovrebbero fare bene in una prospettiva di rendimento assoluto: sono tra i più economici in termini di valore relativo rispetto ad altri debiti sovrani asiatici.... In Thailandia, le pressioni sull'offerta di titoli di stato thailandesi (ThaiGB) dovrebbero rimanere favorevoli. ... I premi di credito dell'Asia meridionale rimangono molto più ampi dei concorrenti, offrendo opportunità di acquisto per titoli Investment Grade di qualità. ... Il credito finanziario senior indiano in USD ha visto gli spread allargarsi più dei concorrenti cinesi. ... Salvo un forte rimbalzo dell'USD, è probabile che il carry trade che favorisce un paniere di valute asiatiche con il rendimento più alto (IDR, INR e PHP) continuerà a funzionare".

Latin-America: [Geronimo Noriega (Città del Messico)]: "La ripresa dell'economia messicana sarà più lenta che in altri paesi emergenti... Il 2021 presenterà buone opportunità sul credito messicano, principalmente in titoli Investment Grade. ...In termini di emittenti non-IG, ci aspettiamo che alcuni settori che hanno già registrato forti sconti, ad esempio compagnie aeree, aeroporti, società turistiche, trasporti, consumi non discrezionali, tempo libero e alcune società finanziarie, possano sovraperformare gli emittenti IG se le economie si riprendono meglio delle attese. ... Riteniamo che il Peso Messicano verrà scambiato in un intervallo compreso tra 19,60 e 21,50 MXN / USD".

[Debora Nogueira and Laurence Mello (San Paolo)]: "La neutralità sui titoli di Stato dovrebbe essere il risultato di questioni fiscali, il rapporto debito/PIL e la mancanza di leadership presidenziale per quanto riguarda le misure



Karol Necki
Senior Portfolio Manager,
MONACO



Faisal Ali
Senior Portfolio Manager,
DUBAI



Abdullah Kunt
Senior Portfolio Manager,
ISTANBUL



Stefano Chao
Senior Portfolio Manager,
SHANGHAI



fiscali che sono cruciali per il prossimo anno. ... Siamo positivi per le società brasiliane nel 2021. I principali fattori trainanti sono i fondamentali del credito resilienti, il panorama esterno favorevole e il progresso nell'introduzione di un vaccino. ... Il Real Brasiliano è ora una delle valute più economiche in termini di valutazione. ... La risposta politica al primo problema sarà cruciale per la performance della valuta, onde evitare una continua sottoperformance rispetto ai suoi pari".

Investment Grade - Neutrali: gli spread sono piuttosto ridotti e la sensibilità ai tassi di interesse sottostanti è la più alta in assoluto. È ancora possibile trovare valide opportunità - obbligazioni subordinate, settori ciclici - e la qualità degli emittenti è ancora buona. Ma la probabilità di affrontare ritorni negativi in un contesto di rendimento in aumento potrebbe essere un problema.

[Andre Leao (Miami): "Riguardo al mondo Investment Grade US, gli spread sono molto ridotti. Le opportunità sono rare, ma queste obbligazioni hanno comunque più senso dei Treasury. Temi da seguire nel 2021: 5G, Fintech, Technologie Green".

Speculative Grade - Positivi: vediamo spazio per un'ulteriore compressione degli spread nel credito High Yield, trainato da nomi ciclici, i maggiori beneficiari del previsto rimbalzo della crescita.

[Stefano Tirapelle (Milano): "Debito subordinato, principalmente AT1, ibridi e il flusso di nuove emissioni nello spazio HY (come finanziamento di operazioni di Leveraged Buy Out) per il cherry picking". Posizionamento più neutro sull'HY US, dove gli spread sono ai minimi degli ultimi anni e i rendimenti ai minimi di sempre: l'attenzione dovrebbe essere sui titoli declassati dalle BBB, al di fuori del settore energetico.

[Giovanni Sequi (Firenze): "Per il prossimo anno abbiamo un obiettivo di downgrade all'High Yield di soli 20 miliardi di euro e riteniamo che i tassi di insolvenza rimarranno contenuti, con una previsione di appena il 2%. Ci aspettiamo un anno record per le emissioni guidate dal rifinanziamento. Riteniamo che EUR HY potrebbe sperimentare altri 100 punti base di compressione dello spread".

Attenzione al Dollaro: evitare o limitare l'esposizione. I tassi a breve termine sono ancorati sia negli Stati Uniti che in Europa e i tassi reali rimarranno negativi, quindi la volatilità rimarrà relativamente bassa.

[Giovanni Matteucci (Lugano): "Mentre ci aspettiamo che il dollaro sottoperformi le valute più collegate al ciclo di ripresa - principalmente dato il loro legame con i prezzi delle materie prime - vediamo comunque un ribasso limitato rispetto all'Euro". Le dinamiche di offerta di titoli e andamento dei tassi potrebbero temporaneamente spingere l'Euro verso un primo obiettivo a 1,25. **[Geronimo Noriega (Città del Messico):** "Per quanto riguarda l'indice DXY (USD contro un paniere di valute globali), prevediamo che rimarrà entro un minimo di 88 e un tetto di 94".

Tanta fiducia sulle banche centrali: **[Chiara Roccaro (Milano):** "Le principali banche centrali non hanno motivo di agire presto nel caso in cui l'economia, alla fine, si surriscaldi, mentre hanno buone ragioni per proseguire con politiche accomodanti, correndo volentieri il rischio di surriscaldare sia la crescita che l'inflazione. ... Dopo un primo trimestre di



Kuan Weng Pang
Senior Portfolio Manager,
SINGAPORE



Geronimo Noriega
Senior Portfolio Manager,
CITTÀ DEL MESSICO



Debora Nogueira
Senior Portfolio
Manager,
SAN PAOLO

Laurence Mello,
Senior Portfolio
Manager,
SAN PAOLO



Andre Leao
Senior Portfolio Manager,
MIAMI



volatilità, col rischio di una terza ondata Covid, ci aspettiamo una ripresa dell'inflazione, a causa dell'effetto base, senza comunque muoversi oltre certi livelli che innescerebbero reazioni da parte delle banche centrali; l'arrivo dei vaccini avrà un effetto positivo sul sentiment e sulle decisioni di investimento, il mercato del lavoro continuerà la sua costante ripresa, il mercato immobiliare continuerà ad aumentare il PIL negli Stati Uniti, il tutto con tassi sulle lunghe scadenze che si muovono verso l'alto ma non in modo incontrollato".

Italia – positivi sullo spread dei titoli di stato:

[Guido Casella (Milano)]: "La periferia sarà sostenuta e vediamo uno spread Italia/Germania a 10 anni sotto i 100 punti base, coi titoli di Stato italiani a 10 anni sostanzialmente stabili, mentre la parte intermedia (5-7) della curva scivolerà lentamente verso lo zero o verso il basso, mantenendo l'attrattività della scadenza a 10 anni grazie alla pendenza della curva".

Opportunità in altre categorie:

[Nicolò Bocchin (Lussemburgo)]: "Obbligazioni convertibili, strumento a reddito fisso che fornisce sensitività ai mercati azionari, con la protezione del bond-floor, limitando la sensitività ai tassi di interesse".

Neutralizzare la sensitività dei portafogli ai tassi:

con posizioni di Duration Negativa In un mondo in normalizzazione, con dinamiche di crescita e inflazione in aumento e con i rendimenti sui titoli di stato a lunga scadenza che si sposteranno gradualmente all'insù, posizioni negative sui tassi potrebbero fare la differenza all'interno di qualsiasi portafoglio.

[Nicolò Bocchin (Lussemburgo)]: "Il Comitato ha un'opinione negativa sui tassi, sia negli Stati Uniti che in Europa: non ci sono aspettative di movimenti drammatici che minacciano gli investitori e faranno deragliare i mercati, ma semplicemente un principio di "normalizzazione" che sta finalmente prendendo il via". Gli Stati Uniti saranno probabilmente la prima regione a ricevere la vaccinazione completa. Questo, combinato con un aumento delle emissioni di debito pubblico, migliori prospettive di crescita e potenzialmente una sana ripresa dell'inflazione (dati i tassi di risparmio in calo + i prezzi delle materie prime più elevati + gli effetti di base) genererà probabilmente rendimenti più elevati e curve più ripide. Con la dinamica del PIL e dell'inflazione in ripresa, il decennale americano a 10 anni potrebbe raggiungere livelli tra l'1,35% e l'1,5%. È probabile che le curve dei rendimenti dei mercati europei seguano l'esempio, anche se in misura minore, poiché le pressioni di crescita/inflazione e le dinamiche di domanda/offerta di titoli di Stato europei rendono meno convincente la necessità di curve più alte/più ripide. Il movimento di irripidimento sarà in ogni caso riflesso dell'inflazione europea, che dovrebbe comunque salire, riportando il rendimento delle obbligazioni con scadenza a 30 anni ad un valore positivo.



Stefano Tirapelle
Senior Portfolio Manager,
MILANO



Giovanni Sequi
Senior Portfolio Manager,
FIRENZE



Chiara Roccaro
Senior Portfolio Manager,
MILANO



Guido Casella
Strategist,
MILANO

This Document has been issued by Azimut Investments, a company of the Azimut Holding Group. The data, information and opinion expressed are not intended to be and do not constitute financial, legal, tax advice or any other advice, nor financial research, are general in nature and not specific. None of the information of this document is intended as investment advice, as an offer or solicitation of an offer to buy or sell, or as a recommendation, endorsement, or sponsorship of any security, company, or fund. Information and opinions contained in this document may, in whole or in part, come from trusted third-party sources which have not been verified by the Company and for which the Company does not accept any direct or indirect liability. The Company assumes no responsibility for the correctness of the data, information and opinions contained in this document, therefore no liability can be attributed to the Company for omissions, inaccuracies or possible errors. The Company may not be held liable for damages resulting from the use by the recipients of the document or any third party of the data, information and opinions contained herein or any claims allegedly related to them. Therefore, the recipients of this document assume full and absolute responsibility for the use of the data, information and opinions contained therein as well as for any investment choices made on the same basis.

