

Ad uso esclusivo di investitori qualificati

Il valore degli investimenti nel fondo è destinato ad oscillare. Questo determina il movimento al rialzo o al ribasso degli investimenti e la possibilità che non si riesca a recuperare l'ammontare inizialmente investito. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.



## Outlook trimestrale Q4 2022

# A che punto siamo?

- Ci stiamo avvicinando, ma non siamo ancora arrivati.
- Con la crescita in frenata, potremmo assistere più frequentemente a rivalità tra politiche fiscali e monetarie.
- A nostro avviso, le banche centrali continueranno a mostrarsi aggressive fino alla fine dell'anno, con i mercati a caccia di indizi di un eventuale cambio di rotta.
- Per gli investitori a lungo termine, non preoccupati dalle oscillazioni dei loro portafogli nel medio periodo, è uno dei tanti momenti opportuni per incrementare l'esposizione agli asset di rischio liquidi.
- Nel breve termine, ci aspettiamo che i mercati mostrino ancora oscillazioni laterali, la cui ampiezza sarà determinata dal flusso di notizie.
- Le previsioni di consenso sugli utili societari sono calate, ma probabilmente non abbastanza.
- Data la volatilità ancora elevata, individuiamo diverse opportunità interessanti, ma la selettività e la diversificazione restano fondamentali.

**I mercati sono influenzati da una moltitudine di fattori e le società continuano a esserne impattate nei modi più disparati. Nel breve termine, ci aspettiamo che i mercati mostrino ancora oscillazioni laterali, la cui ampiezza sarà determinata dal flusso di notizie. Inoltre, è probabile che rimangano molto sensibili a qualsiasi notizia di eventuali cambi di rotta da parte delle banche centrali. Nel settore societario, le revisioni di consenso sugli utili sono calate, ma probabilmente non abbastanza. Tuttavia, le società in generale si trovano in uno stato di salute migliore rispetto a quello in cui si trovavano durante la crisi finanziaria globale e le correzioni di mercato indiscriminate stanno offrendo opportunità allettanti su base selettiva.**

Outlook trimestrale Q4 2022

Ottobre 2022

Team Azionario e Multi Asset  
di M&G

Spesso ricordo al mio team che una delle caratteristiche più rilevanti di un investitore è la **resilienza**. Non si sa mai cosa ci riserverà il mercato e quindi **far fronte alla volatilità** senza farsi prendere dal panico, mantenendo saldo il timone, è fondamentale. Gli ultimi giorni del terzo trimestre hanno richiesto fermezza, visti i **movimenti di prezzo estremi e storici** sul mercato dei **titoli di Stato del Regno Unito**, che hanno avuto ricadute a breve termine su altri asset. La **politica fiscale espansiva** introdotta dai nuovi vertici del governo britannico ha provocato la vendita forzata di gilt da parte dei fondi pensione britannici con strategie basate sulle passività. La mossa ha determinato un'**impennata dei rendimenti dei gilt** (di oltre 150 punti base su tutta la curva) nel giro di pochi giorni, mandando in tilt la sterlina.

Quanto accaduto nel Regno Unito ha fatto comprendere ai mercati che il perdurare della guerra in Ucraina, l'aumento dell'inflazione e l'aggressività delle banche centrali non sono gli unici elementi di incertezza. C'è una maggiore probabilità che i governi su scala globale inizino ad attuare **politiche fiscali espansive** per contrastare il calo della crescita e il malcontento dei loro elettori. Come forse accadrà nel Regno Unito, potremmo assistere al paradosso di **banche centrali che aumentano i tassi** e attuano un **inasprimento quantitativo** per compensare le iniziative di politica fiscale attuate dai loro stessi governi e volte a promuovere la crescita. Non è una buona strategia per la salute fiscale e la stabilità valutaria, come ci ha ricordato il Regno Unito.

L'incertezza che ci attende condurrà probabilmente a una continua **volatilità sui mercati azionari e obbligazionari** fino alla fine dell'anno. Indubbiamente, le **valutazioni** di entrambe le asset class appaiono **allettanti**. Per quanto riguarda le azioni, i principali indici azionari sono quasi tornati alle minime dell'anno e, secondo i miei colleghi del reddito fisso, in molte aree le valutazioni delle obbligazioni societarie sembrano altrettanto interessanti.

È stato ben evidenziato che le **aspettative sugli utili** che si riflettono nelle **valutazioni di azioni e credito** sono in contrasto con le crescenti **aspettative di rallentamento della crescita**. Le previsioni di consenso sugli utili sono calate, ma probabilmente non abbastanza. Diverse **società** hanno indicato un **calo degli utili** nell'ultima parte del terzo trimestre su entrambe le sponde dell'Atlantico: tra queste figurano FedEx, Nike, Next e aziende di semiconduttori esposte al mercato dei consumatori. Altre aziende, pur senza avvertire, hanno iniziato a stringere la cinghia, iniziando con il blocco delle assunzioni.

Pertanto, i dati macroeconomici e microeconomici deludenti confermano i timori degli investitori e il sentiment estremamente ribassista dei mercati pubblici. La domanda da porsi è: A che punto siamo? Le valutazioni stanno scontando tutti i mali previsti?

La risposta dipende dagli **orizzonti di investimento** e dalla **volontà** di affrontare una **maggiore volatilità** nel breve termine. Per gli investitori sul lungo periodo, non preoccupati dalle fluttuazioni dei loro portafogli nel medio termine, quello attuale è un momento buono come molti altri per **aumentare l'esposizione agli asset di rischio liquidi**.

Nel più **breve periodo** (fino alla fine dell'anno), i **mercati** rimarranno a nostro avviso **volatili** e all'interno di un determinato intervallo, con l'ampiezza di questo intervallo determinata dal flusso di notizie. Abbiamo imparato che, in momenti come questo, **quando il sentiment è ampiamente negativo e il mercato converge verso lo stesso posizionamento prudente**, qualsiasi notizia positiva può generare un rimbalzo. Tuttavia, ci risulta difficile individuare un fattore scatenante positivo in grado di condurre il mercato a un rally prolungato (ad esempio oltre i massimi estivi). Tali fattori potrebbero essere, ad esempio, la **risoluzione della guerra in Ucraina** e la **revoca delle sanzioni**, un **calo significativo dell'inflazione** e/o un'**inversione a U da parte delle banche centrali**. **Nessuna di queste eventualità ci sembra probabile nel breve termine.**

Ci aspettiamo che le banche centrali continuino ad aumentare i tassi. Hanno una finestra di opportunità finché i dati sull'occupazione rimangono relativamente solidi e la lotta all'inflazione resta una priorità. Detto ciò, le banche centrali continuano a essere trainate dai dati. Pertanto, i mercati saranno molto sensibili a qualsiasi notizia che faccia pensare a un cambio di rotta.

È inoltre difficile pensare a un calo prolungato da questo punto. Si noti che la parola chiave qui è "prolungato". **In mercati così instabili, qualsiasi notizia negativa può innescare una discesa ma, per una caduta prolungata, ci vorrebbe una crisi del credito come quella del 2008.** Tuttavia, come mi ricorda il mio team, i **bilanci delle imprese** sono oggi generalmente molto **più solidi** di quanto non lo fossero durante la crisi finanziaria globale e i requisiti di capitale del settore bancario sono in condizioni di gran lunga migliori. Questo vale soprattutto per i **mercati sviluppati**, ma anche in molti dei **mercati emergenti più grandi** e più stabili si sono registrati evidenti miglioramenti. In Asia, ad esempio, il nostro team di investimento sottolinea che la maggior parte delle società della regione non sembra presentare significativi disallineamenti valutari tra i propri ricavi e il proprio debito e non è quindi esposta al vigore del dollaro USA come lo era nel 1997 e nel 1998.

Come abbiamo detto in passato, un mercato in cui le prossime notizie e i prossimi dati rimangono incerti **non è un ambiente adatto** a "investimenti a grandi linee", ossia a **scelte generalizzate di tipo macro per settore, stile o paese**. I mercati sono influenzati da una moltitudine di fattori e le società continuano a esserne impattate nei modi più disparati. Anche all'interno di uno stesso settore, le società hanno un andamento molto diverso a seconda dell'esposizione, della solidità dei bilanci e del potere di determinazione dei prezzi. Quello attuale resta un mercato in cui **cercare opportunità selettive** quando gli elementi positivi non vengono distinti da quelli negativi, e **individuare imprese con solidi fondamentali** che vengono vendute nella frenesia di mercato.

Per quanto riguarda il **posizionamento** nei nostri portafogli, **nelle nostre strategie multi-asset restiamo sottopesati in termini di duration, ma ci siamo avvicinati alla neutralità approfittando dei recenti aumenti dei rendimenti**. La sottoponderazione è incentrata sulla parte breve della curva dei rendimenti, mentre siamo più costruttivi sul segmento lungo. **Rimaniamo complessivamente neutrali sulle azioni e continuiamo a detenere saldi di liquidità più elevati per sfruttare le opportunità derivanti dalla volatilità del mercato in tutte le asset class**. Abbiamo operato **tatticamente** su quelli che consideriamo **episodi comportamentali dei mercati**, come la **volatilità dei gilt alla fine del terzo trimestre**.

**In ambito azionario, la recente volatilità di mercato e le conseguenti dislocazioni dei corsi azionari continuano a fornirci importanti opportunità relative a specifici titoli, laddove il livello di azione dei prezzi è ingiustificato alla luce dei fondamentali sottostanti**. Un settore che continua a piacerci è quello della **tecnologia**. Prediligiamo le società esposte all'IT, al cloud e ai dati di impresa. Siamo meno costruttivi sulla tecnologia legata ai consumi, dove notiamo crescenti segnali di debolezza. Anche i **settori più profondamente ciclici** iniziano a mostrare alcune **opportunità selettive**, come ad esempio le aziende chimiche.

A livello nazionale, troviamo opportunità selettive in tutti i mercati, ma alcuni elementi interessanti si trovano in **Giappone**, dove le riforme e le ristrutturazioni aziendali hanno continuato a guadagnare impulso nell'ultimo trimestre. Nel **Regno Unito**, pur rimanendo cauti sullo scenario macro, alcuni titoli azionari a capitalizzazione elevata offrono un valore particolarmente allettante, con il vantaggio di un'ampia esposizione di reddito ai mercati internazionali, dove l'indebolimento della sterlina favorisce i ricavi una volta convertiti.

Un cambiamento interessante nell'ultimo trimestre è avvenuto nello spazio delle **convertibili**. Normalmente, le obbligazioni convertibili sovraperformano i titoli azionari sottostanti in una fase di mercato ribassista. Tuttavia, nel terzo trimestre, la "convessità" delle convertibili (cioè la partecipazione maggiore quando il prezzo dell'azione sottostante sale rispetto a quando scende) è migliorata, creando alcune **opportunità di valore** nelle aree a più alto rendimento dell'universo che scambiano vicino o al di sotto del valore del loro floor obbligazionario (il floor obbligazionario è il valore di una convertibile come strumento a interesse fisso - in altre parole, il valore attuale dei pagamenti delle cedole e del rimborso a scadenza).

Infine, continuiamo a prediligere temi di più lungo periodo come le **energie rinnovabili** (insieme ai fornitori e agli utilizzatori di tecnologie a basse emissioni di carbonio) e le **infrastrutture** (indicizzate all'inflazione, con dividendi più elevati e in crescita, che contrastano l'inflazione), in quanto **si tratta di settori in cui le spese strumentali continueranno a crescere indipendentemente dalle condizioni di mercato prevalenti**. Quest'anno molti settori degli investimenti legati al clima hanno sottoperformato i loro omologhi ad alta intensità di carbonio. Tuttavia, la necessità di diversificare le fonti energetiche da un punto di vista strategico, al di là delle considerazioni climatiche, resta una priorità ed è dimostrata dalle recenti misure governative come l'**Inflation Reduction Act negli Stati Uniti** (diventato legge in agosto) che propone **incentivi per l'adozione e l'espansione delle energie rinnovabili**.

Come continuiamo a ricordare a noi stessi e ai nostri clienti, i mercati stanno offrendo numerose opportunità di rendimento interessanti, ma la selettività e la diversificazione restano aspetti fondamentali.

Nelle prossime pagine, troverete le opinioni dei team di investimento multi-asset e azionario di M&G, con approfondimenti a livello regionale e tematico. Vi auguriamo una buona e (speriamo!) interessante lettura.

**Fabiana Fedeli**

Chief  
Investment Officer  
Azionario e Multi Asset



# Multi Asset



**Maria Municchi**  
Sustainable Multi Asset  
Portfolio Manager

## Arrivare all'autunno con un approccio attivo all'asset allocation

### Valutazione e psicologia di mercato

Molte cose sono cambiate dall'eccessivo ottimismo di mercato di inizio anno; oggi i potenziali rischi di ribasso per le economie e per i prezzi degli asset sono ben definiti. I **titoli di Stato a più lunga scadenza** delle economie sviluppate si trovano a **rendimenti** che (con il senno di poi) sarebbero stati considerati **interessanti** per gran parte del secondo decennio del 2000. I mercati azionari e del credito offrono generalmente livelli di compensazione per il rischio di crescita relativamente elevati, anche se non pari a quelli che abbiamo visto in periodi di panico estremo come la fine del 2018 o l'inizio del 2020.

Tuttavia, tali **segnali di valutazione** sono sempre **condizionati** dalle ipotesi sottostanti e vi è motivo di ritenere che le ipotesi implicite siano oggi più che mai vulnerabili. Il contesto politico e sociale scaturito dagli anni della pandemia è molto diverso da quello prevalente nel secondo decennio del 2000 e le aspettative di profitto che si riflettono nelle valutazioni azionarie e creditizie sono in contrasto con le crescenti aspettative di un imminente rallentamento sostanziale della crescita.

Inoltre, l'**interazione delle politiche monetarie e fiscali** in tutto il mondo fornisce un ulteriore elemento di **incertezza**, come suggeriscono i recenti eventi nel Regno Unito.

Pertanto, **i nostri fondi multi-asset long-only sono posizionati per il quarto trimestre dell'anno con un'esposizione neutrale alle azioni** (con una preferenza per l'Europa rispetto agli Stati Uniti) e **sottopesata nel reddito fisso, dove continuiamo a privilegiare il segmento lungo della curva.**

### Sostenibilità

La **sottoperformance degli investimenti sostenibili** rispetto ad altri settori nel corso dell'ultimo anno **ha smorzato il sentiment degli investitori** (e le valutazioni)

in un momento in cui la rinnovata attenzione del mondo alla sicurezza energetica dovrebbe, in ultima analisi, rappresentare una buona notizia per le aziende e gli investitori orientati alla sostenibilità nel lungo periodo.

I progressi tecnologici, i costi più contenuti e la facilità di installazione, rispetto al nucleare e alle fonti tradizionali ad alta intensità di carbonio, potrebbero continuare ad accelerare l'**adozione delle energie rinnovabili** in diversi Paesi e regioni.

Questa tendenza è sostenuta anche da **solide misure governative** come l'**Inflation Reduction Act negli Stati Uniti**, legge entrata in vigore ad agosto, che ha generato numerosi incentivi per l'adozione e l'espansione delle energie rinnovabili.

Nel lungo periodo, le attuali **valutazioni degli investimenti sostenibili** potrebbero fornire un buon punto d'ingresso per **beneficiare di alcuni dei trend pluriennali legati alla transizione energetica**. Questi investimenti rappresentano quindi una parte interessante della selezione degli investimenti dei nostri portafogli.

### Affrontare i movimenti di mercato

Quello attuale resta un ambiente in cui la **selettività**, le **risposte tattiche** (alle opportunità create dalla volatilità a breve termine) e l'uso adeguato di una **maggiore liquidità** (o di posizioni corte, se possibile) saranno probabilmente **estremamente importanti** per il conseguimento dei **rendimenti degli investimenti**.

Ciò è stato particolarmente vero nelle **ultime settimane del terzo trimestre**, quando abbiamo assistito a **movimenti di prezzo estremi e storici nel mercato dei titoli di Stato del Regno Unito**. Il recente bilancio (espansivo in termini fiscali) annunciato dal nuovo governo Tory ha innescato una correzione che ha fatto aumentare i rendimenti dei gilt lungo la curva di oltre 150 punti base in pochi giorni.

La **rapidità del movimento dei prezzi**, insieme al fatto che il mercato si sia concentrato sul pacchetto di politica fiscale (ignorando in larga misura il deterioramento dei dati economici o il potenziale impatto sul mercato immobiliare residenziale e sul sistema pensionistico), è sembrata **incoerente con i fondamentali**.

Storicamente, nei mercati sviluppati, la relazione tra la salute dei bilanci e rendimenti dei governi è molto limitata, in quanto questi ultimi si riflettono principalmente nella valuta che, indubbiamente, aveva già perso terreno.

Ciò ha rappresentato un'**interessante opportunità tattica** per impiegare **liquidità** prontamente disponibile nei nostri **portafogli multi-asset long-only**. Anche se il mercato dei gilt britannici continua a essere caratterizzato da volatilità, dopo l'intervento della Banca d'Inghilterra del 28 settembre i **rendimenti** sono rapidamente tornati a livelli decisamente **più contenuti**, offrendoci l'opportunità di chiudere questa operazione tattica in pochi giorni.

Le valutazioni più interessanti e la crescente negatività di cui sopra non sono state finora accompagnate dal panico estremo che caratterizza alcune delle opportunità più fruttuose per gli investitori a lungo termine, ma nelle ultime settimane si sono registrati segnali di tensione più elevata. La **capacità di reagire a tali tensioni** continuerà a essere **fondamentale** per la generazione di risultati.

# Globale



**Daniel White**  
Head of Global Equities

## Memphis

*“Chi fa previsioni ricade in due categorie: quelli che non sanno e quelli che non sanno di non sapere”.*

John Kenneth Galbraith

I **principali indici azionari** sono tutti **caduti in picchiata** nel corso del 2022 e, in alcuni casi, si sono riavvicinati alle minime dell'anno.

La prolungata correzione è stata in gran parte determinata da una serie di **fattori macroeconomici**. Di recente, la narrativa della "svolta della Fed" è implosa. **Il picco dell'inflazione non si è concretizzato. I timori di recessione e stagflazione si sono riaffacciati.**

Nonostante il pessimismo top-down, le **previsioni bottom-up sugli utili** (ovvero ciò che gli analisti di mercato si aspettano che le società sottostanti generino in termini di utili futuri) **hanno continuato a migliorare e ad aumentare.**

Sebbene non succeda spesso che le **previsioni sugli utili siano in ritardo rispetto ai prezzi delle azioni**, si tratta essenzialmente di **due facce** della stessa medaglia. Sarebbe quasi impossibile che si muovano in direzioni opposte all'infinito. A un certo punto una delle due, o entrambe, deve mettersi al passo con la realtà. Questo ci porta a un recente annuncio dell'azienda statunitense **FedEx** (con sede a Memphis, Tennessee).

**L'azienda ha recentemente scioccato il mercato annunciando che i suoi profitti trimestrali sarebbero stati inferiori di oltre il 30% rispetto alle previsioni.** FedEx ha attribuito la colpa al deterioramento delle "tendenze macroeconomiche" globali che "sono peggiorate notevolmente nel corso del trimestre".<sup>1</sup>

FedEx, uno dei più importanti corrieri al mondo, fornitori di merci e logistica su scala globale, gestisce circa 16,5 milioni di pacchi al giorno, opera in oltre 220 Paesi e collega circa il 99% del PIL mondiale.<sup>2</sup> **L'azienda è giustamente considerata un indicatore economico.** Se, come suggerisce l'allarme utili di FedEx, l'economia globale sta peggiorando, **le previsioni sugli utili complessivi sono probabilmente troppo elevate e non rappresentano un indicatore affidabile.**

**Ma cosa significa questo per gli investitori? Devono attendere gli inevitabili tagli agli utili? Oppure i prezzi delle azioni e gli indici hanno ormai raggiunto un livello in cui le cattive notizie sono già prezzate?**

Si tratta di domande complesse cui non si può rispondere in modo univoco o semplice. Una soluzione consisterebbe nel **concentrarsi piuttosto su parametri di valutazione meno dipendenti dalle aspettative future a breve termine.** I valori contabili e i dividendi possono essere particolarmente utili a questo proposito.

Utilizzando questo quadro di riferimento, individuiamo **valore** in **settori** come quello **chimico** (che sta scambiando a valori contabili o inferiori e che offre rendimenti da dividendi a livelli elevati a una cifra), parti della **catena di fornitura dei semiconduttori** (segmento altamente redditizio e con dividendi in crescita) e quello **farmaceutico** (anch'esso altamente generativo di liquidità e con dividendi interessanti).

Inoltre, come i miei colleghi notano in altre parti di questo aggiornamento, **i bilanci aziendali sono generalmente molto più solidi di quanto non fossero durante la crisi finanziaria globale.** La possibilità di perdita permanente del capitale è decisamente ridotta rispetto ad allora.

Un'altra soluzione al problema della previsione degli utili consiste nell'**investire** in **temi** o tendenze che possono meglio far fronte, o sono **meno suscettibili**, agli shock e ai **rallentamenti economici**. Le **infrastrutture** e **l'ecosistema a basse emissioni di carbonio** – come già sottolineato dal CIO Fabiana Fedeli – rientrano molto bene in questa categoria. Il contesto macroeconomico nel breve periodo sembra essere più difficile e più incerto. **Ma quest'incertezza sta iniziando a creare opportunità.** Anche in uno scenario di flessione, il rapporto rischio/rendimento a lungo termine per alcuni settori del mercato sembra interessante.

<sup>1</sup> <https://investors.fedex.com/news-and-events/investor-news/investor-news-details/2022/FedEx-Reports-Preliminary-First-Quarter-Financial-Results-and-Provides-Update-on-Outlook/default.aspx>

<sup>2</sup> <https://www.fedex.com/en-us/about/company-structure.html>

# Impatto



**John William Olsen**  
Head of Impact Equities

## Non essere in disaccordo con un mercato che non ha ancora le idee chiare

Cercare di capire come si comporterà il mercato azionario nel breve termine è sempre un esercizio straordinariamente difficile. In questo momento, probabilmente, ancora più del solito. **Una recessione globale sembra più probabile e non favorisce gli asset rischiosi, comprese le azioni.** Tuttavia, la **combinazione di un'inflazione vertiginosa, di tassi di interesse in aumento, di liquidità con un rendimento reale negativo molto costoso** e di problemi di liquidità in ambito di alternativi, fa apparire le azioni più interessanti a confronto.

Fortunatamente, nella gestione delle strategie azionarie il nostro compito non è necessariamente quello di prevedere la direzione del mercato. **In genere siamo pienamente investiti nei titoli azionari, gestiamo il rischio di portafoglio e ci concentriamo sulla ricerca di opportunità a lungo termine nei nostri mercati.**

Ci sono **diverse valide ragioni per rimanere investiti in ambito azionario**, ma anche per mantenere un portafoglio equilibrato.

Fare la scelta giusta in termini di contesto economico quando si investe in azioni può, a volte, essere molto gratificante quando la scelta è quella giusta. Attualmente sul mercato è in atto un braccio di ferro tra il tradizionale *value* (basso P/E ma utili volatili) e il *quality growth* (P/E più elevato ma crescita degli utili più stabile).

**L'aumento dell'inflazione è in genere un vantaggio per il valore rispetto alla crescita di qualità**, ma quando i prezzi in rapida ascesa creano una distruzione della domanda, il pendolo tende a tornare verso le società stabili con potere di determinazione dei prezzi. **Le quotazioni delle società di crescita non redditizie resteranno probabilmente sotto pressione per un po', ma la rivalutazione è già stata brutale.**

Manteniamo un **approccio equilibrato** e siamo pronti ad **approfittare dell'azione indiscriminata dei prezzi delle azioni** se la paura si diffonde nei mercati. Continuiamo a **privilegiare le società solide**, spesso sostenute da trend di crescita decennali, che sono in grado di **far fronte alla volatilità di breve termine** e che siamo felici di detenere nel corso dei cicli economici.

**Rimanere investiti, equilibrati e preparati quando il mercato offre opportunità relative più chiare e a lungo termine**, come accade di solito nei momenti di correzioni dettate dal panico o di esuberanza, **potrebbe risultare noioso per i gestori attivi, ma in questo momento sembra un'opzione sensata.** Essere in disaccordo con il mercato ha più senso una volta che il mercato avrà le idee chiare.





---

**Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori qualificati. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute.** Questa attività di Promozione Finanziaria è pubblicata da M&G Luxembourg S.A. Sede legale: 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg.