

Outlook 2023 Equities e Multi Asset

Q1 2023





Indice

Sorprese attese per il 2023	3
Introduzione del CIO	4
Multi Asset	10
Globale	13
Impact	16

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.

Sorprese attese per il 2023

- Dopo tre anni contraddistinti da una pandemia globale e una guerra in Europa, abbiamo imparato come non pensare più in termini di "cosa aspettarci in futuro", quanto piuttosto "cosa non ci aspettiamo succeda e pertanto, a cosa non siamo preparati?"
- Dati i segnali di inflazione in frenata, la narrativa sui mercati per il 2023 sembra destinata a passare da "fino a che punto le banche centrali continueranno a innalzare i tassi" a "quale grado di rallentamento della crescita dovremmo aspettarci in futuro".
- Se da una parte i mercati attendono prove più chiare su inflazione e attività economica, è probabile che anche l'inizio del 2023 si distingua per la costante volatilità.
- Riteniamo che una recessione profonda e prolungata (sia essa globale o regionale) non sia prezzata e che essa determinerebbe ulteriore debolezza sui mercati azionari.
- Se dovessimo assistere a una recessione di grossa portata, il mercato del reddito fisso sembrerebbe meglio posizionato di quello azionario, con valutazioni e rendimenti interessanti a compensare i rischi futuri.
- Tuttavia, dato che le aspettative di recessione sono sempre più radicate, soprattutto in Europa, un risultato più lieve del previsto potrebbe rappresentare un vantaggio inaspettato in grado di spingere le azioni al rialzo.
- In quella che, per ora, sembra una continuazione del 2022, la selezione resta il principale motore di alfa sui mercati.
- Poiché la complessità dello scenario macroeconomico comporta rischi sia di rialzo che di ribasso, continuiamo a dare la caccia alle "incognite note" nella speranza di poter far luce sulle "incognite sconosciute".
- Qualunque cosa abbia in serbo per noi il 2023, ci aspettiamo diverse sorprese.

Visto che i recenti dati sull'inflazione su scala globale sembrano aver raggiunto il picco, i mercati sono destinati a passare da una narrazione incentrata sul ritmo e sulla traiettoria dei rialzi dei tassi delle banche centrali a una diversa narrazione, incentrata piuttosto sull'entità e sulla durata del rallentamento globale. Nell'ipotesi di una considerevole recessione globale, il mercato del reddito fisso appare meglio posizionato rispetto a quello azionario, con valutazioni e rendimenti relativi allettanti a compensare i rischi futuri, soprattutto se ci aspettiamo che l'inflazione freni e che i rialzi dei tassi siano prossimi a una conclusione. Tuttavia, come ci insegna l'esperienza degli ultimi tre anni, bisogna prestare attenzione agli eventi inattesi. Con aspettative di recessione sempre più radicate, soprattutto in Europa, un risultato più favorevole del previsto, forse per via di una maggiore normalizzazione del settore energetico, potrebbe rappresentare un vantaggio inaspettato in grado di dare impulso al segmento azionario. Fino a quando i dati non forniranno maggiore chiarezza, i mercati azionari sembrano destinati ad affacciarsi al 2023 all'insegna della volatilità. Quello attuale resta un mercato in cui la selezione è il principale motore di alfa e in cui continuiamo a trovare opportunità interessanti in tutte le asset class, regioni e settori. Pur rimanendo consapevoli che la complessità dell'attuale contesto macroeconomico comporta rischi sia di rialzo che di ribasso, continuiamo a dare la caccia alle "incognite note" nella speranza di fare luce sulle "incognite sconosciute". Qualunque cosa abbia in serbo per noi il 2023, ci aspettiamo diverse sorprese.

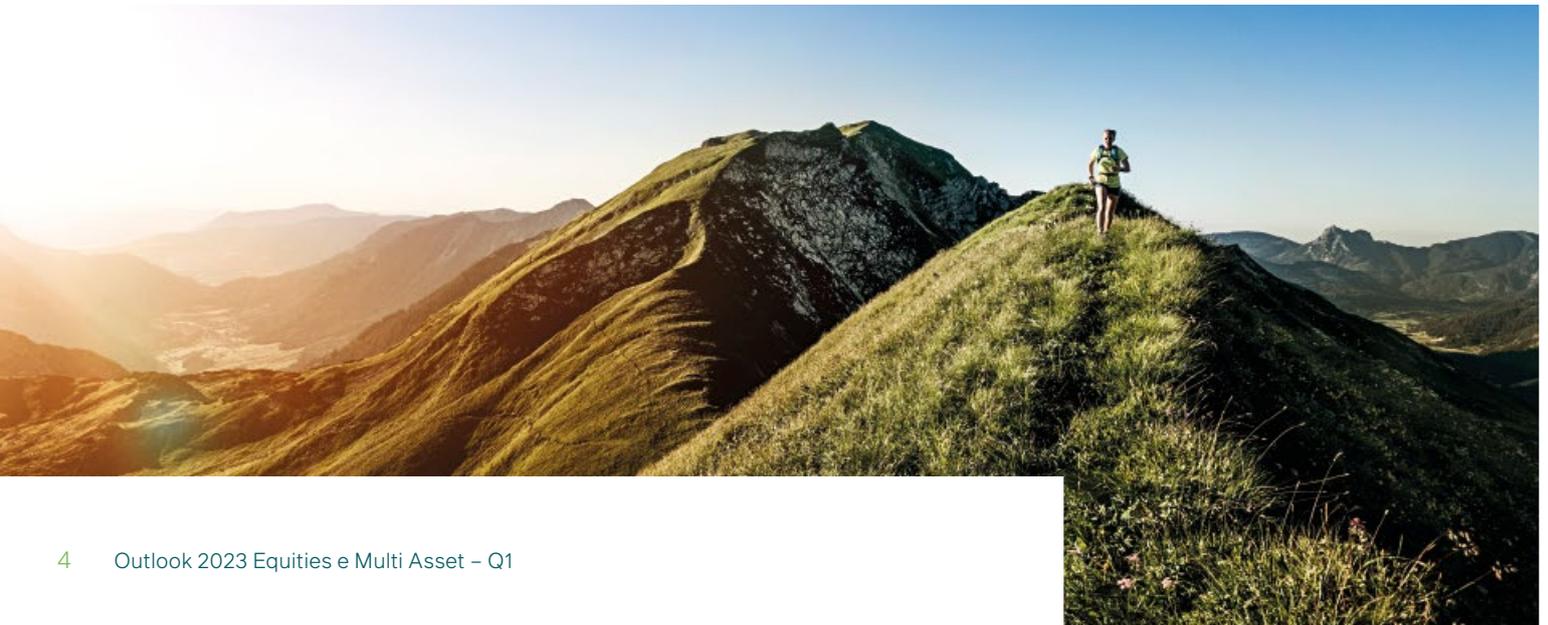


Fabiana Fedeli
Chief Investment Officer,
Equities, Multi Asset
e Sostenibilità

Il mondo è cambiato. Noi abbiamo fatto altrettanto. Dopo tre anni contraddistinti da una pandemia globale e da una guerra in Europa, come investitori abbiamo imparato a come non pensare più in termini di "cosa aspettarci in futuro", quanto piuttosto "cosa non ci aspettiamo succeda e, pertanto, a cosa non siamo preparati?" È la caccia alle "incognite note" nella speranza di poter gettare luce sulle "incognite sconosciute". E questo è esattamente il tipo di approccio che abbiamo adottato nel redigere questo outlook. Non credo che le conclusioni siano diverse da quelle che avremmo tratto in un periodo meno movimentato, ma siamo forse più consapevoli del dover tenere aperta una porta a scenari alternativi.

Sia i dati sull'inflazione che le indicazioni delle banche centrali hanno continuato a determinare gran parte dei movimenti dei mercati negli ultimi mesi del 2022. Poiché i dati sull'inflazione su scala globale sembrano raggiungere il picco, la narrativa dei mercati per il 2023 è destinata a cambiare: da "fino a che punto le banche centrali continueranno a innalzare i tassi" a "quale grado di rallentamento della crescita dovremmo aspettarci in futuro". L'andamento dei mercati, e in particolare la performance relativa delle azioni rispetto ai mercati del reddito fisso, dipenderà dalla profondità e dalla durata di tale rallentamento rispetto alle attuali aspettative.

In attesa di prove più chiare, è probabile che all'inizio del 2023 assisteremo a un persistere della volatilità. Oltre ai dati in arrivo sulla crescita globale, vi sono altre due potenziali fonti di volatilità. In primo luogo, mentre l'inflazione in molti Paesi sta rallentando per via dei crescenti tassi di interesse che frenano la domanda e del recupero delle catene di approvvigionamento, è probabile che il mercato del lavoro contratto (in particolare negli Stati Uniti) mantenga un certo grado di pressione inflazionistica più a lungo nel 2023. In secondo luogo, avvicinandoci effettivamente alla fine del tunnel del "rialzo dei tassi", con le banche centrali che probabilmente smetteranno di aumentare i tassi nella prima metà del 2023, i mercati iniziano a sperare che la Fed tagli i tassi nel corso dell'anno. Ritengo improbabile che ciò accada, a meno che non ci si trovi di fronte a una profonda recessione statunitense



e a un'inflazione prossima al 2%, situazione che non corrisponde al nostro scenario di base. Credo inoltre che la Fed risponderà a tali aspettative di mercato mantenendo una retorica rialzista, poiché rischia di allentare di fatto le condizioni monetarie tagliando le aspettative sui tassi che, a loro volta, renderebbero più difficile il lavoro della Fed e potenzialmente la costringerebbero a ulteriori contrazioni, più a lungo.

Sappiamo tutti che i mercati azionari non amano le recessioni e siamo convinti che una recessione profonda e prolungata, su scala globale o regionale, non sia prezzata e che essa determinerebbe ulteriore debolezza sui mercati azionari. Un indice S&P500 in rialzo di circa il 22% rispetto ai livelli pre-Covid e con un calo dal picco ai minimi (peak-to-trough) inferiore alla metà del 55% registrato durante la crisi finanziaria globale del 2007-08, non è certo indice di timori di recessione da panico.¹

Nell'ipotesi di una considerevole recessione globale, il mercato del reddito fisso appare meglio posizionato rispetto a quello azionario, con valutazioni e rendimenti relativi allettanti a compensare i rischi futuri, soprattutto se ci aspettiamo che l'inflazione freni e che i rialzi dei tassi siano prossimi a una conclusione. Tuttavia, come ci insegna l'esperienza degli ultimi tre anni, bisogna prestare attenzione agli eventi inattesi. Con aspettative di recessione sempre più radicate, soprattutto in Europa, un risultato più favorevole del previsto, forse per via di una maggiore normalizzazione del settore energetico, potrebbe rappresentare un vantaggio inaspettato in grado di dare impulso al segmento azionario. Fino a quando i dati non forniranno maggiore chiarezza, i mercati azionari sembrano destinati ad affacciarsi al 2023 all'insegna della volatilità.

In quella che, per ora, sembra una continuazione del 2022, la selezione resta il principale motore di alfa sui mercati. Per individuare le performance al rialzo è necessario scavare nei dettagli. Le recenti anticipazioni sui dati relativi agli utili, i dati di vendita e i primi dati sugli utili per il quarto trimestre del 2022

¹ Fonte: performance totale in dollari statunitensi. Periodo da pre a post Covid: dal 14 febbraio 2020 al 10 gennaio 2023. Crisi finanziaria globale, periodo peak-to-trough: dal 10 ottobre 2007 al 3 marzo 2009. Periodo peak-to-trough recente: dal 31 dicembre 2021 al 10 gennaio 2023.

“ In quella che, per ora, sembra una continuazione del 2022, la selezione resta il principale motore di alfa sui mercati ”

A nighttime photograph of a city skyline, likely Hong Kong, featuring several prominent skyscrapers with their lights on. The buildings are reflected in the water in the foreground. The sky is a mix of dark blue and purple, suggesting dusk or dawn. The overall scene is vibrant and modern.

mostrano una continuazione di ciò che abbiamo visto lo scorso anno: le società degli stessi Paesi e degli stessi settori mostrano risultati molto diversi tra loro: un migliore posizionamento sul mercato, una diversa esposizione, la solidità dei bilanci e, in molti casi, una migliore gestione, aiutano alcuni a superare la tempesta meglio di altri.

È importante notare che la complessità dell'attuale contesto macroeconomico comporta rischi sia al rialzo che al ribasso. Una risoluzione convincente della guerra in Ucraina, per quanto possa sembrare remota, rappresenterebbe un fattore positivo decisivo, in primo luogo da un punto di vista umanitario e, in secondo luogo, apportando sollievo alle catene di fornitura delle materie prime. Altri dati meno convincenti, ma comunque in grado di influenzare il mercato, che stiamo attentamente monitorando, sono l'evoluzione dei mercati del lavoro nei Paesi sviluppati (in particolare negli Stati Uniti) e le attuali difficoltà in materia di approvvigionamento energetico. Il perdurare del solido vigore dei mercati del lavoro potrebbe favorire ulteriori pressioni inflazionistiche, mentre un deterioramento delle condizioni potrebbe distrarre le autorità monetarie dalla lotta all'inflazione. Inoltre, nonostante il temporaneo sollievo derivante dalla stabilizzazione dei prezzi del petrolio e del gas, permangono problemi di più lungo periodo legati a una ridefinizione del mix di approvvigionamento energetico in tutto il mondo.

Pur riconoscendo la relativa attrattiva dei mercati del reddito fisso rispetto alle azioni, il nostro team Multi Asset è consapevole della potenziale volatilità che ci attende e dei fattori che potrebbero contribuire a cambiare rapidamente le dinamiche. Per questo motivo, nei nostri portafogli presentiamo un posizionamento neutrale sulle azioni e siamo leggermente sovrappesati in termini di duration. Il posizionamento di duration è basato sulla parte lunga della curva dei rendimenti statunitensi e sul debito in valuta locale dei mercati emergenti, che può trarre vantaggio da un picco nel ciclo del dollaro statunitense. In questo spazio privilegiamo in particolare i titoli sovrani dell'America Latina, visti gli elevati rendimenti reali e le prospettive inflazionistiche che, per il momento, sembrano ampiamente sotto controllo.

In ambito azionario, da un punto di vista regionale, abbiamo continuato a incrementare la posizione sulla Cina. Rimaniamo selettivi ma, dall'aumento di quest'esposizione nel secondo semestre del 2022, abbiamo abbandonato alcuni titoli che avevano registrato una forte performance e investito in altri che presentavano ancora una valutazione ragionevole. A nostro parere le riaperture post-Covid rappresentano un potente catalizzatore, non solo per l'economia nazionale ma anche per il resto dell'Asia e, attraverso l'aumento della domanda di materie prime, per altri mercati emergenti. Una certa volatilità a breve termine potrebbe derivare da un ritardo nel rimbalzo dei dati macroeconomici. Ciò è dovuto al fatto che la tanto attesa spinta dettata dalle riaperture potrebbe incontrare delle difficoltà nel breve termine.

La Corea offre interessanti opportunità di investimento, in quanto le società beneficiano della riapertura e della stabilizzazione cinesi, nonché di una svolta nel ciclo tecnologico globale, soprattutto per quanto riguarda i semiconduttori. Anche in America Latina individuamo una serie di titoli con valutazioni interessanti, che traggono vantaggio dall'inflazione globale dei prezzi delle materie prime e, nel caso del Messico, da un'ulteriore delocalizzazione. In Brasile, gli investitori sono stati comprensibilmente destabilizzati dal ritorno del Presidente Lula e temono le politiche economiche e fiscali che saranno adottate dalla sua amministrazione. Un Congresso frammentato (che potrebbe diluire alcune delle politiche più ostili al mercato dell'amministrazione Lula) e il tentativo di schivare titoli azionari soggetti a interventi politici ci fanno sperare nella prospettiva di ricavare ulteriore alfa da una serie di asset azionari brasiliani.

Le performance dei mercati emergenti (EM) a livello settoriale e di Paese sono state decisamente miste nel 2022. Nel 2023 potremmo assistere a un ulteriore aumento della dispersione azionaria, in quanto gli investitori andranno oltre le considerazioni macroeconomiche per concentrarsi sulle opportunità dei singoli titoli. Sebbene i titoli azionari dei Paesi emergenti appaiano relativamente ben posizionati, il rischio maggiore è che il rallentamento della crescita, la disinflazione e il picco del ciclo di rialzo dei tassi della Fed possano indurre le banche centrali dei Paesi emergenti a tagliare i tassi. È probabile che gli investitori diffidino da mosse premature.

“ Nei mercati emergenti...nel 2023 potremmo assistere a un ulteriore aumento della dispersione azionaria, in quanto gli investitori andranno oltre le considerazioni macroeconomiche ”

Infine, ma certamente non da ultimo, continuiamo ad apprezzare le azioni giapponesi e riteniamo che rappresentino un'interessante opportunità di investimento nel lungo periodo. Il recente ampliamento della fascia di controllo della curva dei rendimenti (YCC, Yield Curve Control) da parte della Banca del Giappone e il conseguente balzo in avanti dello yen potrebbero esercitare pressioni sui margini degli esportatori e delle società con alti livelli di indebitamento. Tuttavia, siamo in grado di individuare diverse società che stanno migliorando la leva operativa con un impatto positivo sulla crescita degli utili, oltre ad aumentare i rendimenti per gli azionisti attraverso l'aumento dei dividendi e il riacquisto di azioni.

Da un punto di vista settoriale, continuiamo a trovare opportunità interessanti nel segmento tecnologico. A livello settoriale in generale, potremmo assistere a una continua pressione dovuta all'aumento dei tassi di interesse e del costo del capitale. Tuttavia, all'interno del settore tecnologico, il quadro appare molto differenziato. I semiconduttori, in particolare, si distinguono per i benefici derivanti dalle tendenze strutturali di lungo periodo.

Un settore che sembra aver voltato completamente pagina è l'ecosistema della sostenibilità. Buona parte delle strategie di investimento sostenibili è stata infatti messa a dura prova da un 2022 impegnativo. Una combinazione di inflazione, aumento dei tassi e la devastante guerra in Ucraina ha spinto gli investitori verso i titoli value, le materie prime, la difesa e i titoli bancari, allontanandoli dal tipo di titoli che di solito dominano le strategie sostenibili e a impatto. Il pesante declassamento del 2022 ha eliminato il "premio ESG" di cui alcuni titoli sostenibili godevano verso la fine del 2021, offrendo buoni punti di ingresso. Inoltre, dato il passaggio strategico alla diversificazione delle fonti energetiche e al contenimento dei consumi energetici, insieme ai consistenti investimenti in energie rinnovabili da parte dei governi di entrambe le sponde dell'Atlantico, questo settore continua a rappresentare un'opportunità di investimento interessante.



Siamo pronti e posizionati per il 2023. In particolare, continuiamo a dare la caccia alle "incognite note" nella speranza di poter far luce sulle "incognite sconosciute". Ci aspettiamo diverse sorprese. Non è il momento opportuno per compiere importanti scelte a livello macroeconomico ma, piuttosto, è quello di monitorare attentamente i dati e trarre vantaggio dalle opportunità generate da qualsiasi flessione. La selettività resta essenziale.

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 lettura piacevole e, speriamo, interessante, e un 2023 pieno di gioia, salute e successi.

Fabiana Fedeli

CIO Equities, Multi Asset e Sostenibilità



Multi Asset



Steven Andrew
Gestore, Multi Asset

Q4 2022: rendimenti dei Treasury sulle montagne russe

Sia i dati sull'inflazione che le indicazioni delle banche centrali hanno continuato a determinare gran parte dei movimenti dei mercati negli ultimi mesi del 2022. A seguito di una lettura dell'inflazione dei prezzi al consumo (CPI) statunitensi inferiore alle aspettative e di un tono più morbido nella comunicazione delle banche centrali, l'anticipazione di un rallentamento dei rialzi dei tassi ha spinto gli asset di rischio al rialzo e i rendimenti dei Treasury verso il basso per gran parte del quarto trimestre del 2022 (dopo aver raggiunto un picco a fine ottobre). Tuttavia, a dicembre le banche centrali hanno segnalato un rallentamento del ritmo dei rialzi dei tassi, ma un picco più alto dei tassi che, unito ai crescenti ostacoli alla crescita economica, ha riportato alla ribalta un sentiment di avversione al rischio e l'aumento dei rendimenti statunitensi.

Le oscillazioni incontrollate dei rendimenti dei titoli di Stato sono un buon esempio di alcune delle opportunità tattiche che abbiamo cercato di sfruttare nel corso dell'anno. A fine ottobre abbiamo aumentato l'esposizione ai Treasury USA a lunga scadenza, che avevano segnato una brusca correzione in previsione dei dati d'inflazione di novembre. La rapida inversione di tendenza dei mercati ha premiato la nostra operazione, portandoci a ridurre nuovamente l'esposizione ai Treasury statunitensi a 30 anni, prima che questi ultimi riprendessero a subire correzioni nelle ultime settimane dell'anno. Nel settore azionario, abbiamo mantenuto un'esposizione da neutrale a leggermente positiva.

Rendimenti dei Treasury USA – H2 2022



Fonte: Bloomberg, 31 dicembre 2022.

2023: un anno di crescita in frenata e inflazione, ma le valutazioni e la volatilità stanno offrendo opportunità per gli investitori con un approccio multi-asset attivo

Dopo un anno molto impegnativo e nonostante un contesto macroeconomico complesso, continuiamo a individuare opportunità per gli investitori multi asset attivi:

- Migliori valutazioni degli asset che determinano rendimenti attesi potenzialmente più elevati su una base di più lungo periodo
- La persistente volatilità di mercato offre opportunità di asset allocation tattica
- I livelli di rendimento più elevati supportano una mancanza di correlazione tra le asset class



Dopo l'ultimo anno di drawdown, è stato in gran parte ripristinato il valore nella maggior parte delle asset class, ma dobbiamo tenere presente che il valore strategico dipende dalla natura del regime in cui ci troviamo. Dobbiamo riconoscere che l'attuale contesto macroeconomico resta estremamente complesso e spesso contraddittorio, con rischi sia al rialzo che al ribasso.

Tra le altre cose, stiamo monitorando attentamente l'evoluzione dei mercati del lavoro nei Paesi sviluppati (in particolare negli Stati Uniti). Il perdurare del vigore riscontrato in questi Paesi potrebbe favorire ulteriori pressioni inflazionistiche, mentre un deterioramento delle condizioni potrebbe distogliere l'attenzione delle autorità monetarie dalla lotta all'inflazione. Anche la crisi energetica continua a giocare per noi un ruolo cruciale: nonostante il temporaneo sollievo derivante dalla stabilizzazione dei prezzi del petrolio e del gas, permangono problemi di più lungo periodo legati a una ridefinizione del mix di approvvigionamento energetico in tutto il mondo.

In prospettiva, riteniamo che sia imperativo come sempre mantenere un atteggiamento tattico e una veloce capacità di reazione ai cambiamenti nella valutazione del rischio e del rendimento da parte del mercato. Attualmente l'umore degli investitori oscilla tra le preoccupazioni per le pressioni inflazionistiche e l'indebolimento dei fondamentali economici, ma non vediamo prove di una polarizzazione delle aspettative. In altre parole, notiamo una mancanza di volatilità estrema nei mercati azionari che di solito si accompagna ai timori di un rischio di recessione da parte degli investitori.

Riteniamo che le valutazioni dei mercati azionari, pur non essendo costose, rimangano esposte a ulteriori deterioramenti del sentiment e a possibili declassamenti degli utili. Tuttavia, siamo consapevoli che nell'attuale contesto macroeconomico ci sia ancora la possibilità di sorprese al rialzo. Nel complesso manteniamo una posizione neutrale sulle azioni, con una preferenza per i mercati azionari più economici (in particolare Europa e Giappone rispetto alle azioni statunitensi).

I mercati del reddito fisso stanno scambiando con rendimenti più interessanti rispetto al passato e individuiamo maggiori opportunità di reddito e diversificazione in questo settore. La duration statunitense, in particolare, potrebbe rappresentare un utile elemento di diversificazione in caso di atterraggio brusco e/o di variazione delle politiche monetarie. Nei nostri portafogli presentiamo un modesto sovrappeso positivo in termini di duration. Nel frattempo, i mercati del credito offrono rendimenti nominali interessanti e alcuni dei nostri portafogli esplorano il credito bancario e le aree del debito in valuta locale dei mercati emergenti, che possono trarre vantaggio da un picco nel ciclo del dollaro USA. In questo spazio, prediligiamo i titoli sovrani dell'America Latina. Continuiamo a mantenere elevati livelli di liquidità che possono essere rapidamente impiegati in caso di opportunità.



Globale



Daniel White
Head of Global Equities

Cosa dovrebbero aspettarsi gli investitori azionari globali nel 2023?

Le prospettive sono finemente equilibrate.

Da un lato il quadro macroeconomico è ancora sconcertante. Tuttavia, molti prezzi azionari sono già scesi. Le valutazioni di molte società e settori hanno raggiunto livelli in cui una quantità considerevole di "cattive notizie è stata già prezzata". Questa tensione creerà probabilmente un periodo di volatilità e incertezza, ma anche di opportunità.

Alla luce di ciò, quali sono le "sorprese attese" per il 2023 che gli investitori azionari globali dovrebbero tenere in considerazione?

Le banche toccano il fondo rapidamente

Con una probabile recessione globale nel 2023, la cautela degli investitori nei confronti del settore bancario è comprensibile.

Nonostante le valutazioni interessanti, i solidi coefficienti patrimoniali e le tendenze relativamente positive della qualità del credito, il settore bancario (dal punto di vista del prezzo delle azioni) ha storicamente arrancato in contesti di recessione. Le recessioni riservano sempre qualche sorpresa alle banche. La rapidità con cui i tassi di interesse sono aumentati e la liquidità della banca centrale è stata ritirata riprodurrà probabilmente condizioni analoghe nel 2023.

Anche se nel 2023 la traiettoria potrebbe non essere diversa da quella dei cicli precedenti, vale la pena ricordare che i prezzi delle azioni bancarie tipicamente toccano i minimi livelli più rapidamente. È generalmente troppo tardi attendere che i dati macro diventino positivi prima di investire nel settore e così facendo si perdono le maggiori opportunità di rendimento in eccesso.

Il fatto che le previsioni sugli utili del settore per il 2023 abbiano già iniziato a calare (poiché il mercato inizia a considerare il picco dei margini di interesse netti e altre condizioni avverse) significa che esiste un potenziale di sorpresa al rialzo nel corso dell'anno. Questo nonostante i quasi inevitabili timori di recessione, su entrambe le sponde dell'Atlantico, dove la probabilità di recessione è notevolmente aumentata a causa del rallentamento della crescita. Un contesto più difficile nel Regno Unito e in Europa continua a pesare sui margini delle imprese e sul potere d'acquisto delle famiglie. Dall'altra parte dell'oceano, la Fed resta impegnata a contrastare l'inflazione e, se continuasse a mantenere un atteggiamento relativamente aggressivo fino alla comparsa di segnali definitivi di rallentamento dell'attività e di debolezza del mercato del lavoro, potrebbe verificarsi una recessione più profonda negli Stati Uniti. Un dollaro più forte più a lungo potrebbe pesare sui mercati emergenti, ma la Cina potrebbe dimostrarsi più resiliente e recuperare terreno più rapidamente di quanto attualmente previsto dal consenso.

Il segmento farmaceutico e il percorso verso le elezioni presidenziali negli Stati Uniti

Nel corso del 2023, è probabile che l'attenzione degli investitori si concentri sempre più sulle elezioni presidenziali statunitensi del 2024. Anche se le elezioni non si terranno fino a novembre del prossimo anno, tutto il 2023 sarà indubbiamente caratterizzato da notizie discordanti e discussioni sull'argomento, in particolare nel periodo precedente le "primarie" (il processo di selezione dei candidati dei principali partiti) in cui i potenziali candidati dibattono, si confrontano e annunciano le misure proposte.

Il settore farmaceutico è un'area del mercato storicamente vulnerabile in questa fase del ciclo politico.

Fu infatti un tweet di Hillary Clinton nel settembre del 2015 (oltre 12 mesi prima delle elezioni presidenziali statunitensi del 2016) in cui esprimeva indignazione per gli aumenti "ingiustificati" dei prezzi dei farmaci, a determinare una notevole sottoperformance delle azioni di molte società farmaceutiche nei mesi successivi.

Avendo registrato una performance talmente brillante nel 2022, il rischio di ribasso nel 2023 è probabilmente ancora maggiore se gli eventi politici dovessero seguire le stesse "dinamiche del 2015".

D'altro canto, il ciclo elettorale presidenziale statunitense del 2024 potrebbe facilmente rivelarsi un "non evento" per il settore farmaceutico. I democratici hanno approvato solo di recente un disegno di legge che affronta la questione dei prezzi dei farmaci da prescrizione negli Stati Uniti. Il Congresso è diviso e il candidato democratico sarà quasi certamente l'attuale presidente degli Stati Uniti. A nostro avviso, il rischio di un flusso di notizie sempre più negative (o di "incognite sconosciute") è leggermente inferiore.

Il settore tecnologico non è più una "scommessa a senso unico"

Il 2022 ha segnato un profondo cambiamento per il settore tecnologico. Dopo otto anni di sovraperformance relativa, il 2022 è stato l'anno più deludente in assoluto per il settore dalla crisi finanziaria globale del 2008 e il peggiore in termini di performance relativa dal 2002 (il crollo della bolla TMT).

Ciò solleva alcune ovvie domande: che strada imbrocherà questo settore? Il declino del 2022 rappresenta una straordinaria opportunità di acquisto? Oppure segna l'inizio di un periodo pluriennale nel terreno accidentato degli investitori, come nel 2002?

Riteniamo che la risposta sia complessa e ricca di sfumature. Da un punto di vista complessivo del settore, potremmo assistere a una continua pressione dovuta all'aumento dei tassi di interesse, date le implicazioni per il costo del capitale e per le valutazioni dei titoli growth (ossia molte società tecnologiche).

Ma all'interno del settore tecnologico il quadro appare molto diverso. I semiconduttori, in particolare, si distinguono per il fatto di beneficiare di tendenze strutturali di lungo periodo (con un contenuto crescente in tutti i settori, dai veicoli elettrici alle applicazioni industriali agli elettrodomestici), di presentare prezzi azionari che riflettono già alcune preoccupazioni macro a breve termine e di essere scambiati a valutazioni interessanti.

Quindi, anche se il settore tecnologico non è più una "scommessa a senso unico", ciò non significa che non vi siano molte opportunità al suo interno, in una prospettiva di più lungo termine, a condizione di rimanere selettivi.

Impact



John William Olsen
Head of Impact Equities

Buona parte delle strategie di investimento sostenibili è stata messa a dura prova da un 2022 impegnativo. Una combinazione di inflazione, aumento dei tassi e la devastante guerra in Ucraina ha spinto gli investitori verso i titoli value, le materie prime, la difesa e i titoli bancari, allontanandoli dalla tipologia di titoli che di solito dominano le strategie sostenibili e a impatto.



Il prevedibile dibattito sulla tematica "L'approccio ESG è morto o sta solo distruggendo valore?" che ha seguito la rotazione è stato terribilmente fuorviante, ma per certi versi anche utile. Ha contribuito a istruire gli investitori, a combattere il greenwashing e ad affinare le definizioni. Questa temporanea battuta d'arresto, in combinazione con il contesto macroeconomico, dovrebbe contribuire a definire i mercati azionari del 2023 sulla base di alcune osservazioni diverse:

1

Il cambiamento di percezione ha eliminato il "premio ESG" di cui godevano alcuni titoli sostenibili. Tale cambiamento è stato più pronunciato per i titoli ambientali verso la fine del 2021, ma una forte rivalutazione nel 2022 dei settori meno attenti all'ambiente ha ulteriormente riequilibrato il mercato.

2

Le società che offrono risultati sostenibili nel mondo reale stanno beneficiando dei vantaggi macroeconomici a lungo termine, perché il mondo ha bisogno di maggiori provvedimenti adeguati, non di meno, in un ambiente di tassi più alti, disuguaglianze crescenti, pandemie, reti elettriche in difficoltà e problemi di sicurezza energetica. Molte di queste società sono fondamentalmente in posizioni ancora più vantaggiose rispetto a un anno fa.

3

Il passaggio dalla qualità al valore potrebbe non essere un cambiamento duraturo nella leadership di mercato. Saremmo sorpresi se lo fosse e riteniamo che le aziende di qualità superiore dispongano delle caratteristiche adeguate per superare la prova del tempo. Riteniamo che le aziende siano di qualità superiore se presentano un vantaggio che consente loro di creare valore, ben oltre il costo del capitale, e di resistere meglio agli shock esterni come le recessioni, la contrazione dei capitali e l'aumento dei costi dei fattori di produzione. Fondamentalmente, non si tratta di una posizione sbagliata, soprattutto ora che il costo del capitale non è più mantenuto a livelli insostenibilmente modesti dalle banche centrali e che la crescita del PIL potrebbe essere frenata dal rallentamento della tendenza di globalizzazione, dall'aumento dei costi di finanziamento e da un accesso più limitato al capitale di crescita.

4

La valutazione delle società con buoni rendimenti dei flussi di cassa, discrete opportunità di crescita e capacità di generare un buon rendimento del capitale investito (ROIC) dovrebbe essere meno penalizzata rispetto ai titoli "value" o "growth" estremi nell'attuale contesto. Prevediamo che le società dal ROIC contenuto e dotate di asset consistenti risentiranno maggiormente di un ciclo negativo e di un costo del capitale più elevato. Al contempo, le società a crescita elevata, il cui valore si basa sulla speranza di flussi di cassa in un futuro lontano, hanno già giustamente sofferto. È probabile che l'accesso meno generoso al capitale persisterà anche nel 2023, attenuando le prospettive fondamentali di alcune di queste società growth assetate di capitale.

La potenziale sorpresa del 2023 potrebbe essere rappresentata dal fatto che gli investitori si uniscano a queste osservazioni prima del previsto. Continuiamo a investire in società di qualità che godono di vantaggi competitivi. Non si tratta necessariamente di società particolarmente entusiasmanti o controverse, ma di imprese solide e ben posizionate, un segmento del mercato ben posizionato per sorprendere positivamente nel 2023. Anche per i portafogli con un turnover limitato come il nostro, la recente volatilità del mercato ha offerto l'opportunità di avviare nuove posizioni in una serie di società dall'impatto interessante. Il rialzo non si basa necessariamente sulle loro sorti previste per il 2023, ma sulla loro probabilità di sopravvivere e prosperare nel prossimo decennio, offrendo un potenziale di rialzo a lungo termine molto migliore dopo i considerevoli ribassi del 2022.

“ Continuiamo a investire in società di qualità che godono di vantaggi competitivi ”



