

Outlook trimestrale Equities e Multi Asset Atterraggio al buio



Le informazioni fornite non devono essere considerate come una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di un particolare titolo. Le opinioni espresse nel presente documento non sono da intendersi come raccomandazioni, consigli o previsioni. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Il valore degli investimenti è destinato ad oscillare. Questo determina il movimento al rialzo o al ribasso degli stessi e la possibilità che non si riesca a recuperare l'ammontare inizialmente investito.

Indice

Atterraggio al buio	3
Prefazione del CIO	4
Multi Asset	11
Globale	14
Trend tecnologici	19
Giappone	21
Impact	23



Atterraggio al buio

- Nonostante i terribili eventi che hanno colpito il Medio Oriente, i mercati finanziari stanno dando prova, per ora, di una buona tenuta. Escludendo una certa fuga verso gli asset sicuri nei mercati pubblici, complessivamente le reazioni sono state piuttosto moderate.
- Se la situazione dovesse peggiorare, potenzialmente per via di un intervento dichiarato o presunto da parte dell'Iran, potrebbe verificarsi un inasprimento delle sanzioni sulle esportazioni petrolifere. Data l'attuale tensione nelle dinamiche di domanda/offerta, una tale eventualità eserciterebbe ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi petroliferi.
- Gli investitori restano concentrati sull'impatto di tassi di interesse "più alti più a lungo". In presenza di tassi elevati, le aspettative di un'ulteriore contrazione della domanda appaiono verosimili in ragione dei maggiori costi di finanziamento che gravano su consumatori e imprese.
- In un contesto caratterizzato da premi per il rischio azionario in aumento, le nostre strategie multi-asset ad allocazione tattica hanno ridotto l'esposizione al mercato azionario nel suo complesso e incrementato quella al reddito fisso.

Il contesto macroeconomico si sta rivelando più resiliente del previsto, in particolare negli Stati Uniti, dove i tassi di interesse più elevati non hanno ancora penalizzato in larga parte consumatori e imprese. Tuttavia, con il calo dei risparmi in eccesso e la ripresa dei rimborsi dei prestiti studenteschi negli Stati Uniti, potremmo assistere a una futura erosione del reddito disponibile. Nel contesto di un aumento dei premi per il rischio azionario, pur continuando a osservare sacche di performance positive sui listini per i tempi a venire, nel breve termine siamo più cauti sul mercato azionario nel suo complesso. Le nostre strategie multi-asset ad allocazione tattica hanno ridotto l'esposizione ampia al mercato dell'equity e incrementato quella al reddito fisso.

In ambito azionario, visto il contesto macroeconomico incerto, prediligiamo gli investimenti dove i fattori strutturali sono più solidi rispetto all'esposizione ciclica e continuiamo a favorire tematiche di lungo periodo come le infrastrutture, gli ecosistemi a basse emissioni di carbonio e l'innovazione, inclusa l'Intelligenza Artificiale (AI). Nel breve termine, la compressione del differenziale di rendimento durante la recente correzione ("sell off") offre una nuova potenziale opportunità di generare alfa attraverso un approccio selettivo. Con i timori di tassi "più alti più a lungo" che portano ai minimi le valutazioni delle società immobiliari e dei servizi di pubblica utilità, ci sembra il momento giusto per incrementare l'esposizione alle infrastrutture.



Fabiana Fedeli
CIO Equities, Multi Asset
e Sostenibilità

L'evoluzione della narrativa di mercato

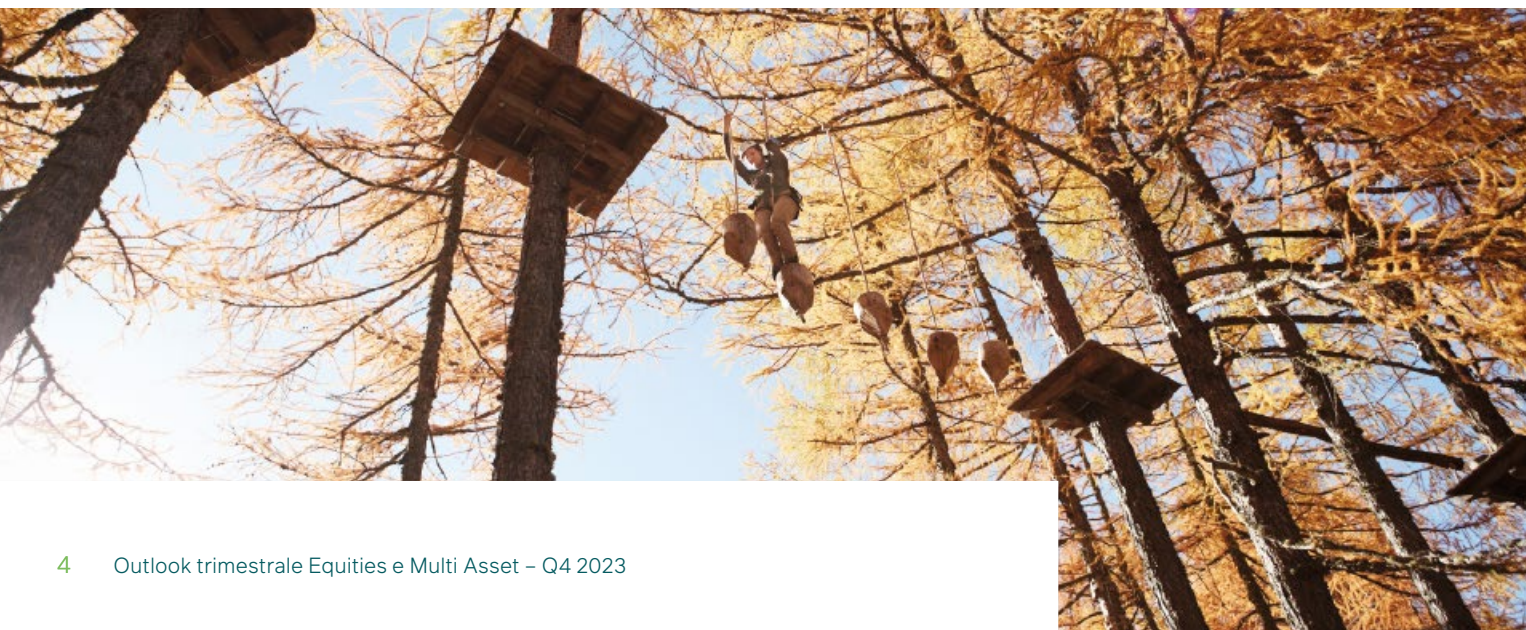
Avevo previsto di iniziare questa relazione trimestrale focalizzandomi sull'impatto di tassi "più alti più a lungo" e sulle probabilità di una recessione. Tuttavia, è doveroso lasciare spazio a tematiche decisamente più urgenti. Il quarto trimestre è iniziato con le atroci immagini provenienti dal Medio Oriente. Il nostro pensiero va a tutti coloro che sono stati colpiti da questa violenza insensata.

Nonostante i terribili eventi che hanno di recente travolto il Medio Oriente, i mercati finanziari stanno, per ora, dando prova di una buona tenuta. Abbiamo osservato una certa fuga verso gli asset sicuri nei mercati pubblici, con un calo dei rendimenti sui Treasury, ma complessivamente le reazioni del mercato sono state piuttosto miti, con diversi mercati azionari regionali che hanno chiuso in leggero rialzo la settimana seguita allo scoppio delle violenze.

A giudicare da come si stanno comportando, gli investitori sembrerebbero ritenere che gli eventi tra Israele e Gaza siano contenuti e che non vi saranno contagi più ampi.

Qualora la situazione dovesse evolvere, l'impatto più probabile e immediato sarebbe attribuibile a un intervento dichiarato o presunto da parte dell'Iran, che potrebbe determinare un ulteriore inasprimento delle sanzioni sulle esportazioni petrolifere. Anche se i media sembrano avere stime diverse, JP Morgan stima le esportazioni iraniane a 1,7 milioni di barili al giorno¹. Il nostro team dedicato alla ricerca ritiene che un eventuale calo dell'offerta dovrebbe essere soddisfatto principalmente dall'Arabia Saudita. A nostro avviso, l'Arabia Saudita vuole un prezzo del petrolio più alto, ma non al punto da creare una distruzione della domanda e trascinare il mondo in una recessione. Per questo motivo, è probabile che il Paese inverta i tagli più recenti ed eventualmente ne aggiunga altri. Detto questo, l'attuale situazione a livello di domanda-offerta è già tesa e dovremmo aspettarci un ulteriore aumento dei prezzi del petrolio. Al momento in cui il presente documento è stato redatto, non sono state prese misure per inasprire le sanzioni petrolifere sull'Iran ma, come sappiamo, la situazione potrebbe mutare velocemente.

¹ Fonte: Bloomberg, ottobre 2023.



Anche se il Medio Oriente è, giustamente, al centro dei nostri pensieri e delle prime pagine dei giornali, i mercati restano concentrati su un altro argomento. Un rapido conteggio delle trending news di Bloomberg ci mostra che temi quali recessione e inflazione, dopo aver raggiunto un picco nella seconda metà del 2022, siano ora tornati ai livelli di inizio 2022. A rivelarsi sempre più discusso, e ciò non sorprende, è il tema dei tassi "più alti più a lungo".

La consapevolezza, da parte degli investitori, che i tassi di interesse "più alti più a lungo" siano una realtà più di quanto inizialmente fosse stato previsto è probabilmente il fattore alla base dei cali che hanno interessato quasi tutte le asset class in agosto e settembre.

Una pausa, se non un arresto

Dopo i cali registrati negli Stati Uniti, l'inflazione di base ha iniziato a frenare anche nel Regno Unito e nell'Eurozona. Resta comunque elevata rispetto agli obiettivi delle banche centrali, sia che siano fissi al 2% o che si aggirino leggermente al di sotto del 3%. Il grande cambiamento è stato apportato dal rapido aumento dei rendimenti nell'estremità lunga della curva, sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti.

I rendimenti più elevati potrebbero assolvere in parte al lavoro di inasprimento della Fed, della Banca d'Inghilterra (BoE) e della Banca Centrale Europea (BCE), e una pausa da parte delle banche centrali per monitorare l'impatto dei rialzi precedenti sull'economia sembra sempre più probabile. Dato il calo più rapido dell'inflazione di base negli Stati Uniti, la Fed potrebbe essere la più vicina alla fine del suo ciclo di rialzo dei tassi, con una minore probabilità (se non nulla) di un ulteriore rialzo alla riunione di novembre. Detto ciò, fino a quando l'inflazione non si avvicinerà all'obiettivo o fino a quando non ci sarà un significativo rallentamento, è improbabile che i tassi delle banche centrali vengano tagliati a un livello tale da rasserenare i mercati.

|| L'evoluzione del contesto andrà monitorata con cura, poiché la maggior parte dei dati sembra indicare una futura erosione del reddito disponibile ||



La "recessione elusiva"

I nostri team di investimento si confrontano regolarmente per discutere i mercati, ciascuno con i propri punti di vista in base ai rispettivi universi di investimento. Uno degli argomenti più discussi riguarda la "recessione elusiva", ovvero una recessione annunciata svariate volte lo scorso anno, ma non ancora verificatasi. In effetti, il contesto macroeconomico si sta rivelando più solido di quanto molti si aspettassero, soprattutto negli Stati Uniti. C'è una valida spiegazione. I tassi di interesse più elevati non hanno ancora avuto impatto sulla gran parte dei consumatori e delle imprese. Negli Stati Uniti, molte famiglie stanno pagando mutui a tasso fisso a lungo termine (a differenza delle famiglie del Regno Unito) e le aziende che hanno contratti di rifinanziamento a scadenza più lunga ancora devono iniziare a corrispondere i tassi più alti sul proprio debito. Detto questo, i dati della Federal Reserve (Fed) indicano che i risparmi accumulati nel periodo pre-pandemico delle famiglie statunitensi andrà esaurendosi nel corso del 2023. Al contempo, i prestiti agli studenti diventano rimborsabili a partire da ottobre, anche se per altri 12 mesi i debitori potranno disattendere un rimborso senza per questo essere segnalati come inadempienti. Anche i saldi delle carte revolving sono aumentati. Al momento non c'è nulla di allarmante, ma l'evoluzione del contesto andrà monitorata con cura, poiché la maggior parte dei dati sembra indicare una futura erosione del reddito disponibile.

È importante notare che i dati nascondono notevoli differenze tra le fasce demografiche caratterizzate da reddito meno o più elevato. Le aziende con cui interagiamo ci hanno fatto notare che, negli Stati Uniti, le prime potrebbero aver già esaurito i risparmi in eccesso, mentre le seconde potrebbero avere ancora una riserva per il prossimo anno. Stiamo inoltre assistendo a importanti differenze tra le basi di clienti subprime e prime quando si tratta di accantonamenti non garantiti presso gli istituti di credito; dove il prime è risalito dai minimi della pandemia ma è ancora al di sotto dei livelli del 2019, mentre il subprime appare al di sopra.

E, se il tema della recessione non sembra essere in cima al flusso delle notizie (e gli attuali dati macroeconomici non mostrano i segni di una profonda recessione o di una crisi del credito diffusa sul breve periodo),

le aspettative di un'ulteriore contrazione della domanda appaiono verosimili. Consumatori e imprese dovranno affrontare costi di finanziamento più elevati, che probabilmente influiranno sulla loro capacità di spesa.

E se dovesse arrivare una recessione, ci sono diversi gradi di gravità e i mercati del rischio potrebbero rimanere resistenti anche in una recessione lieve. Non dimentichiamo che l'indice Dax tedesco (il Dax) è salito nella prima metà del 2023 nonostante il paese fosse entrato in recessione tecnica, dato che il PIL era sceso dello 0,5% nel quarto trimestre del 2022 e dello 0,3% nel primo trimestre del 2023. Tra l'altro, il Dax è ancora in rialzo da inizio anno, pur avendo perso terreno rispetto a molti altri mercati azionari in agosto e settembre.

Nel nostro precedente **Outlook trimestrale Equities e Multi Asset** prendevamo atto di aver assistito a letture macroeconomiche deboli in tutto il mondo e che alcuni dati si sono ulteriormente indeboliti. Tuttavia, altri dati avevano dato prova di buona tenuta e non c'erano ancora segnali di un crollo imminente e pervasivo della domanda globale. Data la mancanza di visibilità sull'evoluzione della domanda nel breve periodo, con una vasta gamma di possibili esiti, da positivi a negativi, avevamo concluso che fosse prematuro gettare la spugna sugli asset di rischio. Da allora, da un punto di vista macroeconomico, la crescita è rimasta debole ma non è crollata.

Maggior prudenza

Con i tassi reali ora in territorio positivo anche negli Stati Uniti, i premi al rischio azionario sono aumentati, mettendo sotto pressione i mercati. Questa situazione potrebbe continuare per qualche tempo e, sebbene si intravedano ancora sacche di performance positiva futura, siamo diventati più cauti sul mercato azionario complessivo nel breve termine. Le nostre strategie multi-asset ad allocazione tattica hanno ridotto l'esposizione al mercato azionario nel suo complesso e incrementato quella al reddito fisso.

Troviamo più interessante la parte lunga dei mercati obbligazionari sovrani sviluppati (tra cui il debito pubblico statunitense, britannico e tedesco a 10 e 30 anni) dopo la recente correzione dei prezzi. È sempre difficile individuare il punto di ingresso ottimale quando il mercato è così volatile.

“ Sul segmento azionario prediligiamo investimenti in cui i fattori strutturali sono più forti dell'esposizione ciclica ”

Detto questo, la Fed è ormai prossima alla fine del suo ciclo di rialzi, e questo ha storicamente rappresentato un precursore del picco dei tassi nell'estremità lunga della curva. L'estremità lunga della curva funziona anche da "assicurazione" nel caso in cui un rallentamento macroeconomico sia più serio del previsto.

Per essere chiari, non ci stiamo ritirando dai mercati azionari. Continuiamo a individuare al contrario sacche interessanti (spesso il prodotto di mercati spaventati), ma la selezione resta fondamentale. Considerato il contesto macroeconomico incerto, sul segmento azionario prediligiamo investimenti in cui i fattori strutturali sono più forti dell'esposizione ciclica. Restiamo fortemente selettivi a livello di qualità, investendo in società con solidi vantaggi competitivi, buon potere di determinazione dei prezzi, bilanci e generazione di flussi di cassa solidi. Continuiamo a prediligere temi strutturali di lungo periodo che dovrebbero prevalere a prescindere dalla volatilità sul breve periodo, come le infrastrutture, l'ecosistema a basse emissioni di carbonio e l'innovazione, inclusa l'Intelligenza Artificiale.

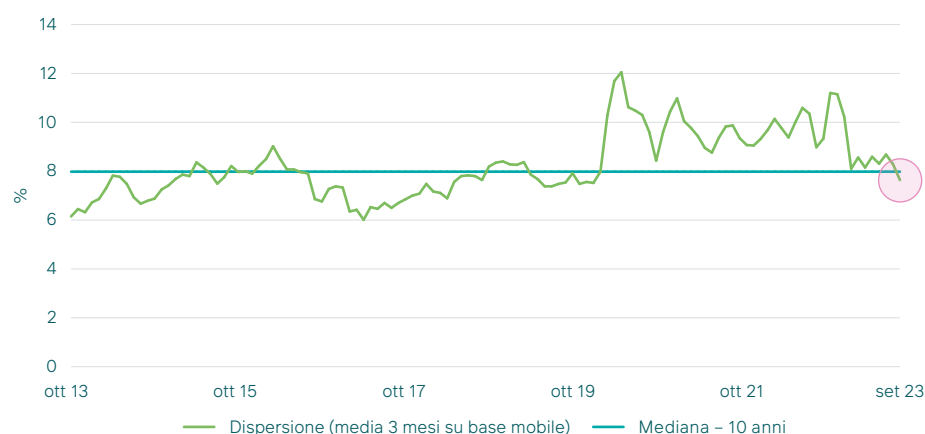
Soprattutto, continuiamo a credere che questo non sia il momento opportuno per acquistare i mercati in modo ampio e indiscriminato. Fino a quando le società dovranno far fronte a un contesto di tassi di interesse elevati (e tassi reali positivi), una domanda fragile e una forte innovazione, continueranno a esserci vincenti e perdenti. Ragioniamo sempre meno in termini di investimento in interi settori o paesi. Abbiamo bisogno di andare più a fondo. Ciò risulterà evidente dai nostri approfondimenti circa il modo di far fronte ai mercati attuali.



In cerca di opportunità quando i mercati tremano

Un cambiamento cui abbiamo assistito durante la correzione dei mercati azionari di agosto e settembre è rappresentato dal fatto che, dopo tre anni in cui la dispersione della performance azionaria è stata superiore alla sua media decennale, si è verificata una compressione del differenziale di performance. Questo, a nostro avviso, offre una nuova opportunità di generare alfa attraverso un approccio selettivo.

Grafico 1. Indice MSCI AC World: dispersione trasversale della performance (media 3 mesi su base mobile)



Fonte: M&G Investments, 30 settembre 2023. Dispersione della performance azionaria media (tre mesi su base mobile) rispetto alla mediana a 10 anni.

In particolare, crediamo sia il momento opportuno per incrementare l'esposizione al settore delle infrastrutture, dato che i timori di tassi "più alti più a lungo" hanno spinto le valutazioni delle società dei servizi di pubblica utilità e del settore immobiliare ai minimi pluriennali. Per alcune di queste società si tratta della classica situazione in cui non è stata fatta la dovuta distinzione tra punti di forza e debolezza, nel contesto del cosiddetto panico da "proxy obbligazionari" (titoli equiparabili alle obbligazioni).

“ I costi di finanziamento più elevati e le imminenti scadenze del debito dovrebbero spingere le società a emettere nuovo debito e a contemplare i bond convertibili (CB) come un'alternativa più conveniente a quelli convenzionali ”

Tuttavia, molte di queste società dispongono di bilanci solidi, con debiti a tasso fisso, scadenze a lungo termine, e molte tra loro corrispondono dividendi interessanti. Come sempre, la selezione resta di importanza cruciale.

Un'ultima considerazione va fatta su un mercato che gli investitori sembrano aver dimenticato dopo anni di bassi tassi di interesse: quello delle obbligazioni convertibili. Negli ultimi 15 anni, per via dei tassi più contenuti, le imprese riuscivano a ottenere finanziamenti attenti attraverso le obbligazioni convenzionali. I costi di finanziamento più elevati e le imminenti scadenze del debito nel 2025-2026 su tutte le tipologie di emittenti dovrebbero spingere le società a emettere nuovo debito e a contemplare i bond convertibili (CB) come un'alternativa più conveniente a quelli convenzionali. Date le dimensioni nettamente superiori del mercato del debito societario rispetto a quello delle convertibili, potrebbe verificarsi un'emissione aggiuntiva di obbligazioni convertibili equivalente al tasso tipico di esecuzione annuale. Questo dovrebbe offrire ulteriori opportunità, in particolare per la porzione di qualità più elevata, in quanto gli investitori avranno a disposizione una selezione più ampia di emittenti tra cui scegliere.

Nelle prossime pagine, i nostri team Multi Asset e azionario offriranno spunti di riflessione sul modo in cui si stanno confrontando con i mercati in attesa di comprendere quali saranno i prossimi sviluppi.

Auguro a tutti un buon epilogo per il 2023.

Fabiana Fedeli

CIO, Equities, Multi Asset e Sostenibilità

Multi Asset



Gautam Samarth
Gestore, Multi Asset

Un episodio sulle obbligazioni dei mercati sviluppati

La recessione "ovvia"

Quante cose possono cambiare in un anno! Alla fine dello scorso anno, molti economisti di spicco prevedevano una recessione globale per il 2023. Sostenevano che il sistema globale non sarebbe stato in grado di gestire un aumento a sorpresa dei tassi di interesse di oltre 500 punti base.

Il seguente titolo di giornale del 17 ottobre 2022 evidenzia quanto fosse ribassista il sentiment all'epoca, sulla scia di quello che era stato un anno estremamente negativo per gli asset globali.

**Le previsioni
di una recessione
USA entro un
anno arrivano
al **100%**,
colpo per Biden**

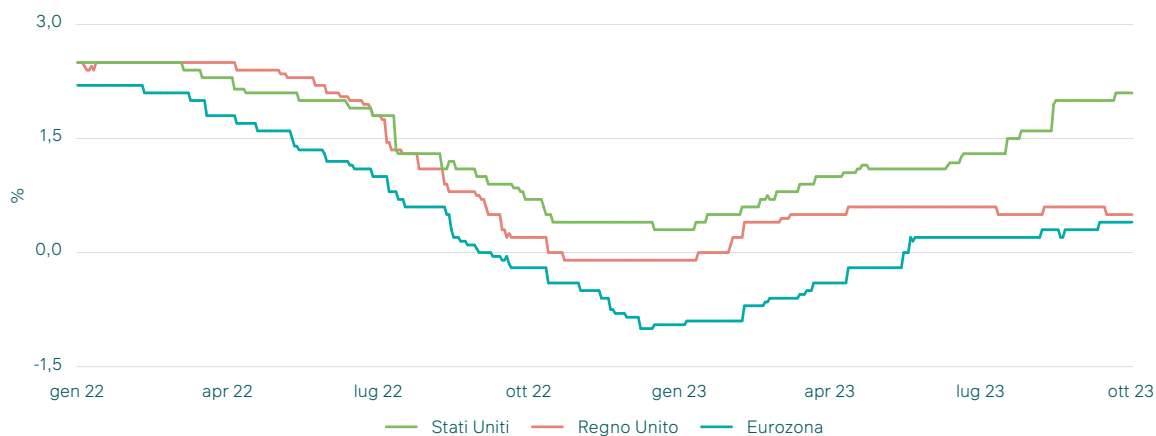
- Inizio flessione quasi certo per Bloomberg Economics
- Condizioni più aspre, inflazione e atteggiamento aggressivo Fed a pesare sulle prospettive



Fonte: US Recession Forecast Within Year Hits 100% in Blow to Biden Before Midterms, Bloomberg (Previsioni di una recessione USA entro un anno arrivano al 100%, in un colpo inferto a Biden prima delle elezioni di metà mandato, Bloomberg).

Come poi è avvenuto, la relativa resilienza delle economie, in particolare degli Stati Uniti, ai rialzi dei tassi di interesse nell'ultimo anno ha colto di sorpresa molti strateghi di mercato. Nel corso dell'anno, abbiamo visto dati di moderazione dell'inflazione (anche se ancora a livelli decisamente troppo elevati), un mercato del lavoro robusto e una solida crescita economica. Ciò ha indotto una serie di economisti di Wall Street a capitolare sulle loro opinioni ribassiste e a rivedere al rialzo le previsioni di crescita per il 2023.

Grafico 2. Previsioni di crescita PIL 2023, Bloomberg consensus



Fonte: Bloomberg, 5 ottobre 2023.

Com'è possibile che gli operatori di mercato abbiano fatto tale errore?

Resta da vedere se le misure di inasprimento monetario messe in atto dalle banche centrali finiranno per far precipitare l'economia globale in una recessione. La realtà è che le economie sono sistemi complessi e dinamici e la nostra capacità di comprendere l'interazione tra variabili economiche chiave come i tassi di interesse, la domanda e l'offerta aggregate e l'inflazione è limitata. Non possiamo aspettarci di essere in grado di prevedere gli esiti economici con un elevato grado di certezza e, di conseguenza, l'"errore" risiede proprio alla base, nella convinzione così elevata di una recessione.

L'opportunità sui titoli di Stato

I grandi cambiamenti rispetto a convinzioni economiche sottostanti sono spesso accompagnati da brusche variazioni rispetto alle valutazioni degli asset. Ne siamo stati testimoni nel 2022, quando il mercato ha rivisto le sue convinzioni, passando da quella che l'inflazione fosse un fenomeno temporaneo o "transitorio" al fatto che fosse invece molto più duratura, provocando un brusco adeguamento sugli asset finanziari. Attualmente stiamo assistendo a qualcosa di analogo, con il mercato che sembra aver preso in considerazione l'idea che i tassi di interesse rimangano elevati per un periodo di tempo prolungato. Questo movimento ha portato i rendimenti obbligazionari di alcuni mercati sviluppati ai livelli visti l'ultima volta prima della crisi finanziaria globale (GFC).

|| [In realtà], le economie sono sistemi complessi, dinamici e la nostra capacità di comprendere l'interazione tra le variabili economiche chiave... è limitata ||

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Grafico 3. Rendimenti obbligazionari a lungo termine sui mercati sviluppati: ora ai livelli pre-crisi finanziaria globale



Fonte: Bloomberg, ottobre 2023.

Come già detto, la fiducia in un particolare risultato economico (in questo caso tassi di interesse "più elevati più a lungo") è in genere mal riposta e tali rapidi adeguamenti dei prezzi sono spesso causati da fattori comportamentali (come la paura) piuttosto che da qualcosa di più radicato. Oggi come un anno fa, è altrettanto plausibile che gli effetti ritardati della politica monetaria inizino a causare tensioni nell'economia. In tali circostanze, il debito dei Paesi Sviluppati a lunga scadenza potrebbe offrire una notevole diversificazione. Tuttavia, alla luce delle recenti oscillazioni dei prezzi e degli attuali livelli di rendimento, a nostro avviso offrono un valore interessante a prescindere.

Dopo aver mantenuto un posizionamento relativamente cauto e un'elevata liquidità per gran parte dell'anno, le nostre strategie multi-asset più flessibili hanno reagito adeguatamente a questo episodio. In particolare, queste strategie hanno aggiunto una duration considerevole aumentando l'esposizione ai Treasury statunitensi a 30 anni e avviando posizioni sui Gilt a 10 anni e Bund a 30 anni.





Globale



Daniel White
Head of Global Equities

Allacciate le cinture di sicurezza

Il terminal Bloomberg mi informa che la probabilità di una recessione negli Stati Uniti entro i prossimi 12 mesi si attesta attualmente al 55%. Anche se in calo rispetto al recente picco del 65%, questa percentuale rimane elevata².

Tuttavia, come spesso accade, sembra esserci una dissonanza tra le previsioni e i prezzi degli asset. Nonostante la recente flessione, l'indice S&P 500 è in rialzo di oltre il 13,0% da inizio anno³. Alcuni indici azionari europei hanno registrato performance analoghe, con gli Indici Eurostoxx 50 e l'MSCI EMU in rialzo rispettivamente del 13,4% e dell'11,0%⁴. Se davvero ci stiamo avvicinando a un certo rallentamento, il mercato non sembra particolarmente turbato da quest'idea.

Sembra che un "atterraggio morbido", almeno negli Stati Uniti, sia sempre più lo scenario di base per molti investitori.

Storia recente

Vale la pena di ricordare che poco più di un anno fa FedEx, società considerata alla stregua di indicatore economico, aveva emesso un considerevole allarme utili, imputandolo ai segnali di rallentamento dell'economia globale. Considerandolo un fatto degno di nota, ne avevamo persino discusso [qui](#).

Qual è stato l'andamento delle azioni FedEx a partire dall'allarme utili di settembre 2022? Le azioni sono SU di oltre l'85%!⁵

Se da una parte questa performance dei corsi azionari potrebbe sorprendere molti, essa serve a sottolineare che le aspettative degli investitori erano state in quel momento eccessivamente ribassiste.

L'economia globale è stata indubbiamente ben più resiliente di quanto molti si aspettassero. Ma, come abbiamo scritto nella nostra pubblicazione di ottobre 2022, i rischi e le incertezze stavano "iniziando a generare opportunità". Dodici mesi fa commentavamo come il rapporto di "rischio/remunerazione nel lungo periodo sembra[ss]e allettante per alcuni segmenti del mercato".

|| Se davvero ci stiamo avvicinando a una sorta di rallentamento, il mercato non sembra particolarmente turbato da quest'idea ||

² Storicamente le recessioni si sono verificate una volta ogni sette anni circa. Dunque una probabilità "di riferimento" di recessione è di circa il 15%.

³ Fonte: Bloomberg, Indice S&P 500 performance totali in USD – data fino al 30 settembre 2023.

⁴ Fonte: Bloomberg, Indici Eurostoxx 50 e MSCI EMU performance totali in EUR – dati fino al 30 settembre 2023.

⁵ Fonte: Bloomberg, dal 16 settembre 2022 al 30 settembre 2023.

Turbolenze

E ora passiamo al presente. Anche se lo scenario di rallentamento con "atterraggio morbido" resta plausibile, non è comunque una certezza. Ci sono numerose potenziali difficoltà che potrebbero provocare turbolenza per gli Stati Uniti e, di fatto, per l'economia globale.

I risparmi in eccesso dei consumatori, accumulati durante l'era COVID, si stanno rapidamente assottigliando. La ripresa dei rimborsi dei prestiti studenteschi eserciterà pressioni incrementalmente sui redditi disponibili. Le banche stanno inasprendo i criteri di concessione dei prestiti, in una fase in cui i clienti percepiscono il fastidioso effetto dell'aumento dei tassi di interesse.

Lo sciopero del sindacato United Auto Workers non mostra alcun segno di risoluzione imminente e, anche se per il momento è stata evitata la paralisi di governo, il problema è stato solo accantonato, piuttosto che risolto. Nel frattempo, l'estromissione del leader della Camera dei Rappresentanti ha complicato ulteriormente il panorama politico statunitense.

Altrove, i prezzi del petrolio rimangono un'incognita, essendo risaliti di recente verso i 100 dollari al barile prima di scendere a circa 80 dollari al barile al momento della stesura del presente documento. L'inflazione si è attenuata ma resta alta e la curva dei rendimenti rimane fortemente invertita. Tuttavia, i tassi lungo la curva hanno continuato a salire. La narrativa del mercato sulla "svolta della Fed" nel 2022 è stata sostituita da una tesi di "pausa della Fed" per il 2023.

Tutto questo dipinge un quadro molto confuso e in qualche modo contraddittorio, che probabilmente non si riflette nelle valutazioni e nelle stime degli utili di molte società.

Riteniamo che sia il momento giusto per essere prudenti e rimanere selettivi. Le operazioni sui nostri portafogli globali sono state idiosincratice. Non c'è stato un tema o un settore particolare in cui abbiamo visto aumentare le opportunità o ridotto l'esposizione. Gli acquisti di titoli specifici hanno incluso un conglomerato francese di media (nelle nostre strategie Value) e una società di infrastrutture unica nel suo genere, provvista di lunghe concessioni, normative favorevoli per gli asset chiave e un buon potenziale di crescita.

In ultima analisi, prediligiamo le opportunità idiosincratice piuttosto che i titoli più sensibili al contesto macroeconomico, e flussi di cassa e bilanci solidi piuttosto che un consumo insostenibile di liquidità e indebitamento.

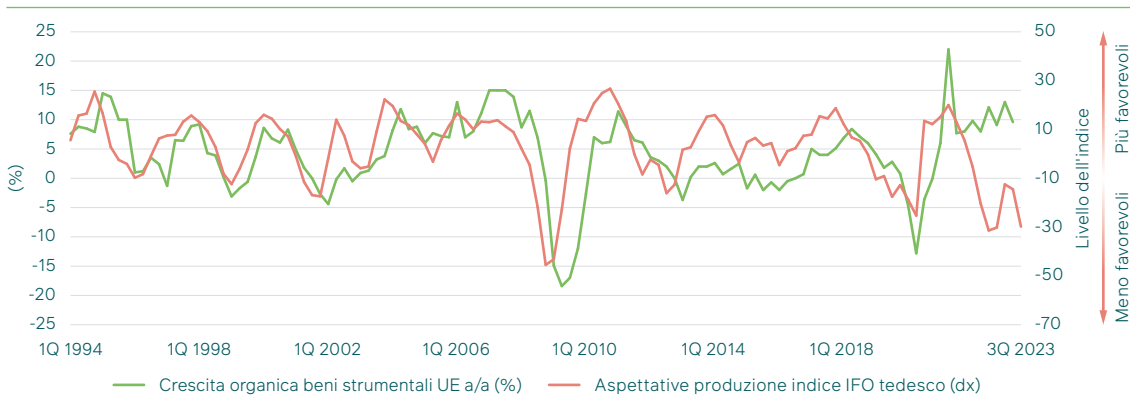
Approfondimenti

Settore industriale: previsioni degli utili in buona tenuta nonostante il deterioramento degli indicatori "anticipatori" (leading)

Mark Wilson, Global Industrials Analyst

Ci sono numerosi indicatori "anticipatori" a livelli tali da far supporre una recessione imminente. Diverse imprese parlano già di un indebolimento sostanziale della domanda dovuto alla normalizzazione post-COVID della filiera produttiva; inoltre, le condizioni favorevoli generate da un recupero dei prezzi dovuto all'inflazione sono ormai alle nostre spalle. Eppure le previsioni sugli utili del settore rimangono molto solide.

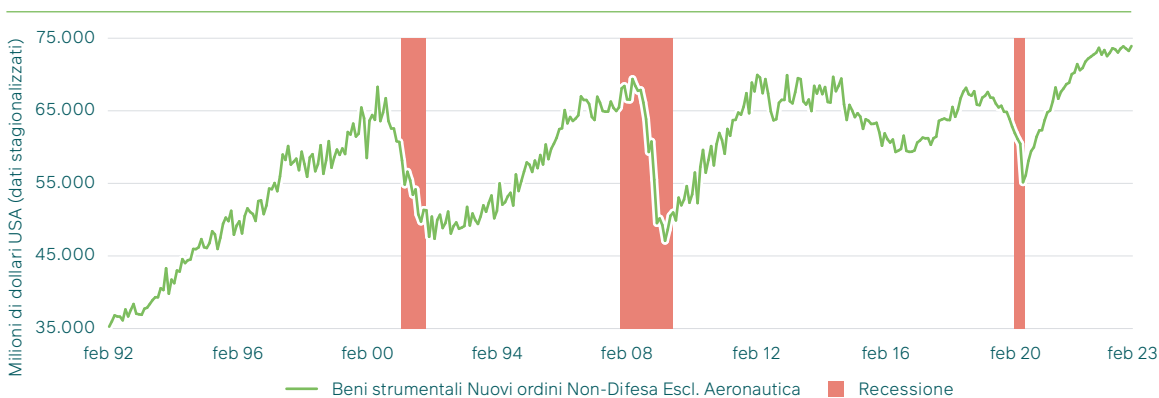
Grafico 4. Aspettative di produzione indice IFO tedesco vs crescita organica beni strumentali UE (% a/a)



Fonte: Bloomberg, dati a settembre 2023.

Al contempo, alcuni indicatori "anticipatori" sembrano già meno negativi e ci sono notevoli dati positivi, con le imprese che stanno rivedendo al rialzo le aspettative per il 2024, e narrative a sostegno di quell'outlook più positivo e un consenso sugli utili.

Grafico 5. Nuovi Ordini Beni Strumentali USA ai massimi storici, oltre i picchi dei cicli precedenti



Fonte: Bloomberg, 31 agosto 2023.



Non conosciamo la risposta, ma è difficile ignorare i segnali ribassisti provenienti da indicatori a breve termine con solidi track record in termini di previsioni. Analogamente ai consumatori sostenuti da un eccesso di risparmi nel far fronte all'inflazione, anche i settori industriali sono stati probabilmente favoriti da un breve periodo di domanda accumulata dovuta alle strozzature della catena di fornitura post COVID. Il nostro timore è che molti indicatori positivi siano retrospettivi, semplicemente in ritardo rispetto all'economia, o soltanto una parziale mitigazione alla minaccia di un più considerevole rallentamento.

Ma il segmento degli industriali è piuttosto eterogeneo. Come sempre, esistono sotto-settori in grado di schivare maggiormente una flessione (come l'aerospaziale e l'industria mineraria in questo ciclo) e settori che prezzano una maggiore debolezza rispetto ai loro pari (per esempio gli operatori del trasporto merci, i produttori di autocarri e le aziende produttrici di sistemi di tenute). Dobbiamo pertanto continuare a selezionare i nostri investimenti con cautela e con uno sguardo rivolto al più lungo periodo. In un settore ciclico, i periodi di debolezza possono essere brevi, ma possono anche offrire buone opportunità di investimento in temi a più lungo termine. I prossimi dieci anni si preannunciano più interessanti per le società industriali rispetto al decennio di risanamento dei bilanci e di crollo delle materie prime che abbiamo vissuto dopo la crisi finanziaria, con una nuova enfasi sulla produzione locale, crescenti investimenti infrastrutturali negli Stati Uniti e in Europa e investimenti nella decarbonizzazione, dalle miniere di rame alle fabbriche automobilistiche, ai miglioramenti delle reti e all'efficienza energetica. Sfruttiamo questi vantaggi strutturali a lungo termine in una serie di portafogli globali esposti, ad esempio, ai fornitori di tecnologie (come la mobilità elettrica) o di infrastrutture (come la gestione e il riciclaggio efficienti delle risorse) per favorire la transizione verso un'economia globale a basse emissioni di carbonio.

Retail: resilienza dei consumatori, ma ancora per quanto?

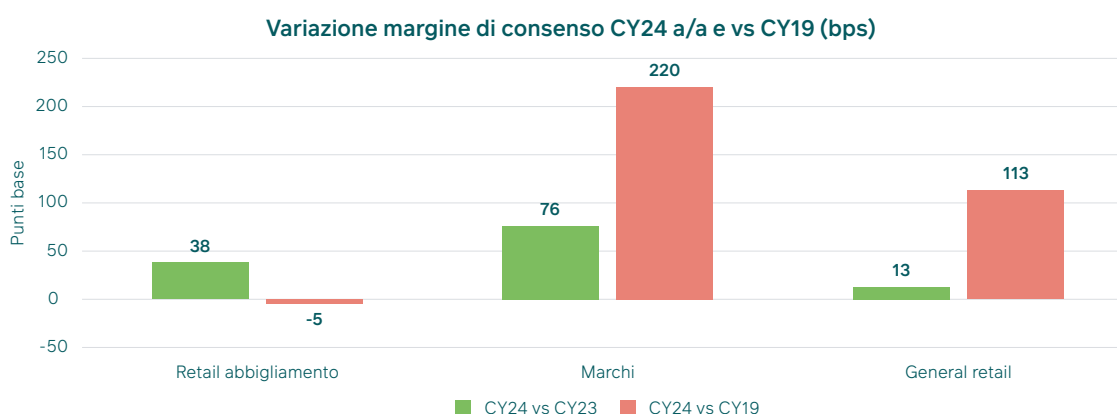
Catherine Lock e James Doogan, Global Consumer Analysts

La spesa per consumi voluttuari ha continuato a dare prova di resilienza nonostante il confluire di alcuni fattori, tra cui l'inflazione, negli ultimi 18 mesi. I risparmi dei consumatori appaiono ancora elevati, il che dovrebbe sostenere ulteriori spese nel breve periodo. Tuttavia, i risparmi si sono ridotti tra le fasce demografiche a reddito inferiore. Le inadempienze delle carte di credito sembrano essersi semplicemente normalizzate ai livelli pre-pandemici. In ogni caso, si tratta di dati retrospettivi cui il mercato ha reagito, e stiamo prestando attenzione ai commenti dei management, secondo cui la debolezza dei consumatori potrebbe essere imminente. Le azioni di Macy's sono scese del 15% in seguito al commento dell'amministratore delegato, secondo il quale l'azienda ha registrato un aumento delle inadempienze nel suo portafoglio delle carte di credito a un ritmo più rapido del previsto⁶.

Sebbene alcuni titoli abbiano bruscamente perso quota, le valutazioni non dimostrano complessivamente valore rispetto alla storia. L'indice del commercio al dettaglio statunitense (XRT) è sceso dell'11% dall'inizio di agosto, ma è rimasto piatto da inizio anno⁷ con il recupero del sentiment rispetto alle minime del terzo trimestre del 2022.

Se consideriamo le aspettative di espansione dei margini dei retailer statunitensi anno su anno (YoY) per quest'anno e per il prossimo, riteniamo che siano ottimistiche, visto il rischio di indebolimento della spesa dei consumatori, che probabilmente aumenterebbe la concorrenza per un bacino di dollari più ridotto.

Grafico 6. Aspettative di consenso retail statunitensi per espansione dei margini nel 2024



Fonte: Consenso Bloomberg per 18 retailer di abbigliamento, 18 retailer generali e 16 marchi annualizzati e ponderati per capitalizzazione di mercato.

Ci sono interessanti e solidi modelli e marchi retail. Tuttavia, le attuali aspettative di mercato, unite alla nostra prudenza di lungo periodo sulle sfide strutturali del retail, ci inducono a mantenere un approccio fortemente selettivo agli investimenti. In attesa di opportunità, abbiamo incrementato l'esposizione ai titoli esistenti dove la domanda sembra essersi stabilizzata per particolari categorie di prodotti e/o dove le imprese hanno superato i problemi di offerta post-COVID.

⁶ Fonte: Bloomberg, ottobre 2023.

⁷ Fonte: Bloomberg, 30 settembre 2023.



Trend tecnologici



Jeffrey Lin

Head of Thematic Technology Equities

Opportunità in tempi economici incerti

La crescita dei ricavi del settore tecnologico è correlata alle condizioni macroeconomiche, ma l'innovazione prosegue anche nei periodi di incertezza economica. Complessivamente, le condizioni di mercato sono state difficili per il settore nel 2023, come messo in luce dalla domanda debole di personal computer, smartphone, dalla crescita fiacca dei servizi IT e dai segnali di cautela in gran parte della catena di fornitura tecnologica.

Tuttavia, sono state registrate opportunità di crescita solida per le tecnologie che possono decisamente migliorare la produttività. L'AI generativa, ad esempio, ha il potenziale di aumentare in modo considerevole la produttività e sta determinando una forte domanda di processori Nvidia per lo sviluppo della tecnologia adeguata a una diffusione di massa. Restiamo inoltre ottimisti sulle prospettive dell'elettrificazione e dei veicoli autonomi, che potrebbero ulteriormente stimolare la domanda del settore tecnologico.

I fornitori di software aziendali hanno già iniziato a potenziare i loro prodotti con funzioni di AI generativa per semplificare l'utilizzo del loro software e migliorare il coinvolgimento degli utenti. Microsoft, ServiceNow, Workday, Adobe, Oracle e Intuit, tra gli altri, stanno integrando l'AI generativa nei loro prodotti.

“ I fornitori di software aziendali hanno già iniziato a potenziare i loro prodotti con funzioni di AI generativa per semplificare l'utilizzo del loro software e migliorare il coinvolgimento degli utenti ”

Si può affermare che la spesa per l'IT d'impresa sia stata più lenta negli ultimi tempi, a causa di una crescita aziendale più debole, delle pressioni per contenere i costi dovute all'aumento dell'inflazione e dell'incertezza del contesto economico che ha portato le imprese a esaminare attentamente i progetti (spesso ritardandoli, ma non necessariamente rinunciandoci) nonostante spesso offrano solide tesi di ritorno sugli investimenti (ROI). I progetti in grado di fornire benefici immediati a basso costo stanno andando relativamente meglio.

Nonostante questa pressione al ribasso a breve termine sulla spesa delle imprese, il potenziale dell'AI generativa ha determinato una crescita notevole, soprattutto per quanto riguarda l'infrastruttura per la creazione di modelli di AI. In un anno in cui i budget IT sono stati limitati dalle prospettive economiche, riteniamo che le infrastrutture di AI generativa vendute nel segmento Enterprise stiano andando a scapito di altre spese di capitale IT (Capex) come server e stoccaggio. Siamo al corrente di reparti IT che hanno ritardato l'aggiornamento delle infrastrutture di stoccaggio e server esistenti a causa delle condizioni economiche e dell'aumento dei tassi di utilizzo delle infrastrutture esistenti. Alcune società sono interessate a costruire internamente i propri modelli linguistici di grandi dimensioni (Large Language Models, LLM) per avere il controllo dei dati.

Con il recupero delle condizioni economiche, ci aspettiamo una forte riaccelerazione della domanda aziendale, con il riavvio dei progetti messi in stand-by, l'implementazione delle nuove tecnologie promesse e la ripresa dei Capex di manutenzione per le infrastrutture esistenti.

Nel medio-lungo periodo, riteniamo che le nuove tecnologie e le caratteristiche sviluppate dalle società di software di impresa aumenteranno il coinvolgimento degli utenti e offriranno l'opportunità di generare ulteriori profitti dai clienti per via dei guadagni di produttività. Sebbene i profitti commerciali per questa tecnologia siano appena all'inizio, il livello di interesse si sta mostrando elevato. Accenture, nella sua ultima conferenza stampa, ha dichiarato di essere stata coinvolta in 300 accordi iniziali per l'AI generativa, per un valore di circa 1 milione di dollari ciascuno. I suoi clienti sono molto interessati a utilizzare la tecnologia per aumentare la produttività in molte aree aziendali, tra cui il servizio clienti, il back office, il marketing, le vendite e il ramo commerciale e la contabilità. Questo fa ben sperare per grandi progetti di AI generativa in futuro.

In definitiva, riteniamo che la continua innovazione e le tendenze positive di adozione stiano fornendo vantaggi al settore. Nel frattempo, ci sono aziende tecnologiche che vendono i loro prodotti in base a una sottoscrizione durevole che consente di ottenere ricavi e flussi di cassa anche in periodi di incertezza. L'esperienza passata ci dice che la crescita tecnologica accelera rapidamente dopo la fine di un rallentamento macroeconomico, e le forti correzioni nel settore tecnologico possono tradursi in interessanti opportunità di investimento per gli investitori a lungo termine.



Giappone



Carl Vine
Co-Head of Asia Pacific Equities

Notevole dispersione dei rendimenti all'interno del mercato

Nonostante il deterioramento del sentiment dei mercati azionari globali nel corso del terzo trimestre, le azioni giapponesi si sono dimostrate relativamente resilienti rispetto agli altri principali mercati azionari, in particolare in termini di yen, dove si è registrato un modesto rendimento positivo. Tuttavia, dopo uno sguardo più approfondito, è stata osservata una forte divergenza nel comportamento dei rendimenti. I titoli growth ad alta capitalizzazione sono stati relativamente deboli, riflettendo le preoccupazioni dell'umore globale, mentre i titoli di dimensioni intermedie e i cosiddetti value hanno registrato una buona performance.

Il differenziale di rendimento tra growth e value è stato incredibilmente estremo nel periodo in esame. Rispetto all'Indice Growth, l'Indice MSCI Japan Value ha messo a segno la sua terza maggiore sovraperformance trimestrale degli ultimi trent'anni, con una deviazione standard di 2,5. A mettere ulteriormente in luce il dato, una classifica dei titoli giapponesi all'inizio dell'anno sulla base del loro semplice rapporto prezzo/valore contabile (PBR) rivela un considerevole divario di performance in base alla coorte PBR iniziale. Per esempio, i titoli del decile superiore (PBR elevato) hanno registrato un rendimento medio del 3% da inizio anno fino alla fine di settembre. In confronto, il decile più basso (PBR contenuto) ha registrato un rendimento medio del 45%. L'ultima volta che abbiamo assistito a un differenziale di performance così netto rispetto a un unico parametro di valutazione risale all'apice della crescita "boom" alla fine dello scorso decennio⁸.

“ [I guadagni] continuano a riflettere la solida performance del settore societario [e] le azioni giapponesi hanno mostrato una tenuta relativamente soddisfacente... nonostante l'aggressiva divergenza nel comportamento dei rendimenti ”

In termini di fondamentali, gli utili del trimestre di giugno, comunicati nei mesi di luglio e agosto, sono stati superiori alle aspettative e hanno continuato a riflettere la solida performance del settore societario. Questi risultati sono stati, a onor del vero, ulteriormente messi in buona luce dalla continua debolezza dello yen giapponese, un fattore che sospettiamo sarà uno dei principali elementi determinanti il comportamento all'interno del mercato nell'anno a venire. La debolezza appare sempre più in contrasto con il miglioramento dei fondamentali economici del Giappone, soprattutto in un momento in cui aumentano le preoccupazioni per la crescita nel resto del mondo.

⁸ Fonte: Bloomberg, ottobre 2023.

Per quel che riguarda la dinamica della riforma societaria, che ci entusiasma particolarmente per le prospettive strutturali dell'azionario giapponese, le nostre interazioni con le società continuano ad accrescere la fiducia nelle nostre "storie di utili" determinate dalla filosofia dell'auto-aiuto. Le discussioni nei consigli di amministrazione affrontano sempre più spesso la questione del "best-owner". Ciò significa che le società guardano con sempre maggiore frequenza al loro portafoglio di attività per valutare quali divisioni del business possano essere alla guida di posizioni di leadership globale e quali invece beneficerebbero della proprietà di un'altra compagnia. Questo può sembrare semplice da una prospettiva occidentale, ma è un comportamento inedito in Giappone, dove l'eccessiva diversificazione è comune. Notiamo come si stiano gettando le basi per un aumento considerevole delle fusioni e acquisizioni aziendali nei prossimi anni, un ingrediente chiave del progetto di ottimizzazione aziendale in atto.

Dal punto di vista strategico, il terzo trimestre è stato relativamente poco vivace in termini di attività. Abbiamo realizzato qualche sporadico profitto, dove le performance erano state soddisfacenti, e lo abbiamo riassegnato a opportunità più brillanti.

Tuttavia, continuiamo a mantenere prevalentemente una costruzione rigorosa del portafoglio, con il rischio di portafoglio saldamente incentrato sul rischio inusuale e specifico della società. Il contesto macroeconomico è confuso e le performance basate sugli stili continuano a registrare oscillazioni piuttosto brusche in Giappone. Riteniamo che le prospettive di medio termine del mercato siano complessivamente positive, ma non siamo affatto certi di quale stile o settore sia alla base di questi risultati nel lungo periodo, e in quale sequenza. Pertanto, continuiamo a concentrarci sulla creazione di un insieme non correlato di asimmetrie di performance prospettiche specifiche alle singole società e sulla costruzione di portafogli attorno ad esse che siano indipendenti dallo yen, dai tassi di interesse, dal mercato globale e dal mercato finanziario.





Impact



John William Olsen
Head of Impact Equities

Dov'è la recessione che ci avevano promesso?

Di recente ho letto un titolo che recitava più o meno così: "Dov'è la recessione che ci avevano promesso?" Ovviamente staremmo tutti meglio senza i terribili crolli dell'economia, ma molti credevano che uno fosse in arrivo... prima o poi.

E adesso?

L'ottimismo dovuto all'AI e al mercato del lavoro solido sembrano aver determinato un eccesso di sicurezza tra gli investitori. I settori ciclici hanno recuperato terreno assieme alle compagnie tecnologiche, sovraperformando i settori più difensivi negli ultimi 12 mesi. Tuttavia, il rischio di una recessione non è ancora trascurabile, visto che i tassi di interesse elevati e l'inflazione iniziano a farsi davvero sentire.

L'effetto negativo dei tassi ipotecari e dei costi di finanziamento più elevati è stato rapidamente trasmesso ad alcune aree del mercato. Le quotazioni dei titoli delle società operanti nel settore delle energie rinnovabili, come impianti di pannelli solari su tetti e l'eolico offshore, hanno subito un duro colpo in quanto gli effetti fondamentali dell'aumento dei tassi hanno iniziato a incidere sul costo del debito, aumentando i costi dei progetti per le energie rinnovabili ed estendendo i periodi di rimborso per i progetti solari su tetto. Forse sono solo i primi segnali di un deterioramento, ma almeno i timori di un rialzo o di una persistenza dei tassi di interesse elevati sono ora riflessi in modo più adeguato nelle valutazioni di questo segmento del mercato.

I titoli difensivi, come quelli del settore sanitario, hanno arrancato rispetto al mercato più ampio, in quanto gli elevati rendimenti dei flussi di cassa sono messi in difficoltà dalle performance alternative delle obbligazioni a lunga scadenza. Questa non sarebbe la tendenza attesa se fossimo sull'orlo di una recessione.

È ancora da stabilire se e quando le condizioni economiche peggioreranno, ma sembra che in alcune aree l'aumento dei tassi sia ora prezzato in modo più efficiente rispetto ai possibili effetti futuri di tali tassi sui consumi e sull'economia in generale. Continuiamo a guardare alle aree del mercato in cui troviamo un buon margine di sicurezza e in cui la crescita a lungo termine potrebbe essere messa in ombra dai timori di breve periodo. L'assistenza sanitaria e le energie rinnovabili sono a nostro avviso aree interessanti in cui cercare un valore relativo.

■ Tuttavia, il rischio di una recessione non è ancora trascurabile, visto che i tassi di interesse elevati e l'inflazione iniziano a farsi davvero sentire ■

