



2023
Prospettive di
investimento di
metà anno

Nel presente documento

3 Far fronte all'incertezza dei mercati

- **2023: un inizio anno movimentato**
- **L'importanza della diversificazione e di un'allocazione dinamica** *Parit Jakhria*

12 Non diamo nulla per scontato *Fabiana Fedeli*

18 Valutazioni obbligazionarie: si riparte *Jim Leaviss*

22 Permangono tendenze positive per gli asset privati

- **Credito privato: trovare una gamma di strumenti versatili per una situazione complessa**
- **Megatrend degli asset reali: le tendenze globali che stanno plasmando le opportunità di investimento**
- **Real estate globale: è passata la tempesta?**

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.

Le opinioni espresse in questo documento non sono da intendersi come raccomandazioni, consigli o previsioni.

Far fronte all'incertezza dei mercati

Siamo lieti di presentarvi l'edizione di metà anno delle nostre Prospettive di investimento. Il 2023 è stato finora un anno estremamente movimentato ma, nonostante i periodi di volatilità, i mercati finanziari si sono ampiamente stabilizzati dopo le turbolenze dello scorso anno.

In questa edizione, riflettiamo sui recenti sviluppi e valutiamo i fattori che potrebbero influenzare i mercati nei mesi a venire. Mettiamo in luce i motori e le opportunità chiave dei mercati obbligazionari e azionari, con i contributi di Fabiana Fedeli, CIO Equities, Multi Asset e Sustainability, e Jim Leaviss, CIO Public Fixed Income.

Esaminiamo inoltre l'attuale panorama degli investimenti nei mercati privati, con approfondimenti che discutono la flessibilità del credito privato e l'impatto dell'aumento dei tassi di interesse sul mercato immobiliare. Il nostro team di asset reali evidenzia le potenziali opportunità create dai "megatrend" di lungo periodo come la transizione energetica e la digitalizzazione.

Siamo entusiasti di presentarvi il contributo di Parit Jakhria, Director of Long-Term Investment Strategy di M&G Treasury & Investment Office, che discute la tematica di interazioni e diversificazione in ambito di asset class. Il Treasury & Investment Office gestisce circa 152 miliardi di sterline* attraverso una gamma di soluzioni di investimenti multi-asset, fondi unit-linked e vitalizi per conto di Prudential Assurance Company, controllata diretta di M&G plc.

Nel suo articolo, Parit spiega come l'inflazione abbia determinato un cambiamento del regime economico, da cui è emerso un nuovo orientamento delle banche centrali e dei mercati finanziari. In questo nuovo contesto, Parit suggerisce che i mercati potrebbero non essere in grado di contare sul sostegno delle banche centrali come negli ultimi

anni; i cicli economici potrebbero anche essere più brevi, con una maggiore incertezza nella vita di tutti i giorni.

Nel contesto attuale, Parit individua valore in un portafoglio diversificato tra diverse asset class e fattori di rischio e ipotizza che l'evoluzione dei mercati richieda una strategia di allocazione dinamica.

Prospettive di investimento è un documento concepito per mettere in luce le consolidate capacità e competenze di investimento di M&G, che abbracciano una vasta gamma di asset class, regioni e mercati sia pubblici che privati.

Ci auguriamo che questa raccolta di approfondimenti sia di vostro interesse e che possa esservi utile nel far fronte all'attuale contesto di mercato. ■

*al 31 dicembre 2022.

Un inizio anno movimentato

2023 PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO DI META ANNO

Se lo scorso anno la reazione aggressiva delle autorità monetarie all'inflazione elevata aveva rappresentato uno dei principali motori dei mercati finanziari, nel 2023 è stata l'incertezza circa le conseguenze di un aumento dei tassi di interesse a farla da padrona.

Si è discusso molto su come il repentino inasprimento monetario delle banche centrali potrebbe influenzare il percorso della crescita economica, se avremo un atterraggio "morbido" o "duro", ad esempio, e su eventuali reazioni dei mercati.

Nonostante le aspettative piuttosto diffuse di una recessione, le economie hanno complessivamente dato prova di buona tenuta. Un mercato del lavoro solido e la crescita salariale hanno sostenuto la spesa dei consumatori, anche in un contesto di prezzi in ascesa.

Il crollo di diverse banche statunitensi in rapida successione e il salvataggio d'emergenza di Credit Suisse hanno rappresentato probabilmente il primo segnale che il recente inasprimento monetario stesse infliggendo diversi colpi ma, nonostante i timori di contagio al sistema finanziario globale come nel 2008, la crisi sembra essere stata arginata.

L'inflazione è rimasta comunque sotto i riflettori. I recenti sviluppi suggeriscono un attenuarsi delle pressioni sui prezzi nelle componenti principali, come i prezzi dell'energia all'ingrosso, i prezzi alla produzione e le misure delle interruzioni della filiera produttiva. Tuttavia, diversi segnali sembrano indicare che l'inflazione resti "vischiosa", in particolare a causa delle condizioni rigide del mercato del lavoro. Il lento ritmo al quale sta calando l'inflazione, che potrebbe essere definita "ostinata", ha fatto fluttuare le aspettative sui tassi di interesse.

Nonostante il difficile contesto e altri timori quali il tetto al debito USA, i mercati, in particolare quelli azionari, si sono dimostrati sorprendentemente resilienti. A parte le banche e i titoli energetici statunitensi, colpiti rispettivamente dalla crisi bancaria e dall'indebolimento dei prezzi del petrolio,

molti mercati azionari hanno recuperato a un ritmo costante parte dei cali dello scorso anno. I titoli tecnologici USA mega-capitalizzati, in particolare, hanno registrato un'impennata quest'anno, trainati dall'entusiasmo per il potenziale dell'intelligenza artificiale (AI) (Figura 1).

Anche i mercati del reddito fisso hanno registrato rendimenti generalmente positivi, seppur segnati da periodi di volatilità e debolezza in segmenti specifici del mercato, in particolare sui gilt a più lunga scadenza. Tuttavia, i mercati delle materie prime hanno dovuto far fronte a un contesto più difficile, con prospettive economiche incerte e preoccupazioni per il rallentamento della domanda cinese a pesare sui prezzi dell'energia e del rame. Per contro, l'oro ha beneficiato delle sue tradizionali caratteristiche di "bene rifugio" e registrato solidi rendimenti nella prima metà del 2023. ■

L'importanza della diversificazione e di un'allocazione dinamica

2023 PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO DI METÀ ANNO



Parit Jakhria,
Director, Long-Term
Investment Strategy,
M&G Treasury &
Investment Office

Il team di Long-Term Investment Strategy fa parte di M&G Treasury and Investment Office, un team di esperti di strategie di investimento interni e “manager di manager” per Prudential Assurance Company (PAC), una controllata diretta di M&G plc. Il team di Long-Term Investment Strategy definisce l’allocazione patrimoniale strategica per i fondi di investimento, oltre a offrire vari scenari economici e di modellizzazione per M&G plc. In questo contesto, aggiorniamo con cadenza regolare le nostre view sull’asset class e la loro sensibilità agli sviluppi economici e dei mercati patrimoniali.

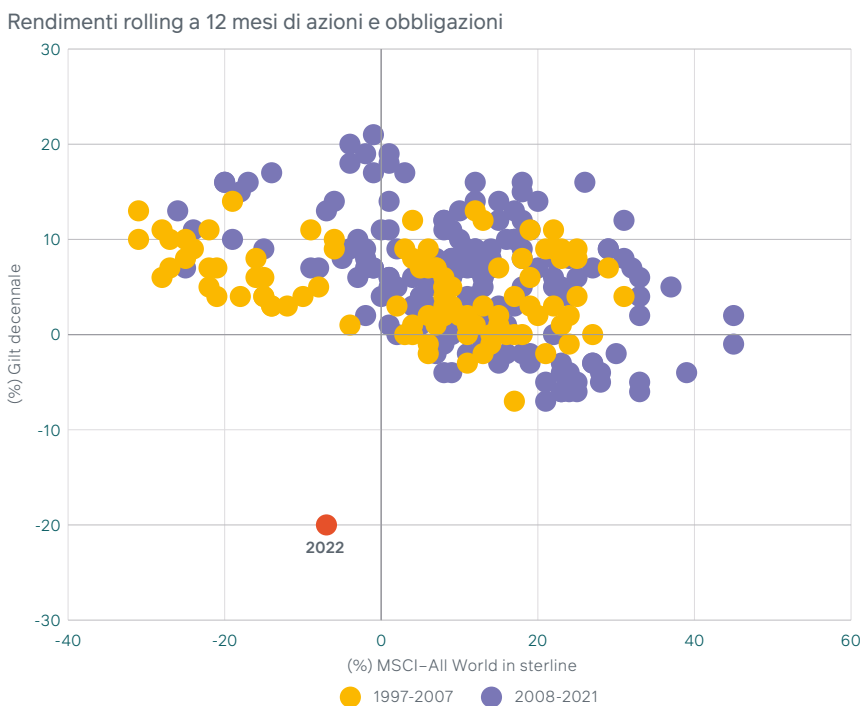
La correlazione “assiomatica” tra azioni e obbligazioni

Per ogni periodo rolling di 12 mesi in questo secolo, e di fatto dall'indipendenza della Banca d'Inghilterra nel 1997, i rendimenti obbligazionari e azionari per gli investitori multi-asset hanno seguito un certo schema, chiaramente illustrato nella Figura 1 di seguito. Era quasi certo che qualsiasi flessione dei mercati azionari venisse almeno parzialmente compensata da rendimenti positivi del reddito fisso e viceversa.

Questo, a sua volta, ha dato vita a un numero elevato di case di investimento multi-asset con l'obiettivo di investire a basso

costo e in scala in mandati azionari e a reddito fisso dei mercati sviluppati, ritenendo che le azioni e le obbligazioni agissero da fattori di diversificazione adeguati. Ciò ha determinato un gran numero di prodotti simili tra loro, con l'unico elemento di differenziazione del mercato costituito dalle commissioni dei fondi, che a loro volta sono state sempre più ridotte a causa della concorrenza. Certamente, questi fondi hanno ottenuto buoni risultati nel recente decennio di quantitative easing e di tassi risicati (noto come “tassi più bassi più a lungo”), in quanto i rendimenti sempre più modesti hanno favorito i risultati del reddito fisso e il rapporto tra azioni e obbligazioni ha continuato a comportarsi bene, fino al 2022...

Figura 1: diversificare in maniera adeguata



Fonte: M&G, Datastream, 31 dicembre 2022. Performance in sterline. Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

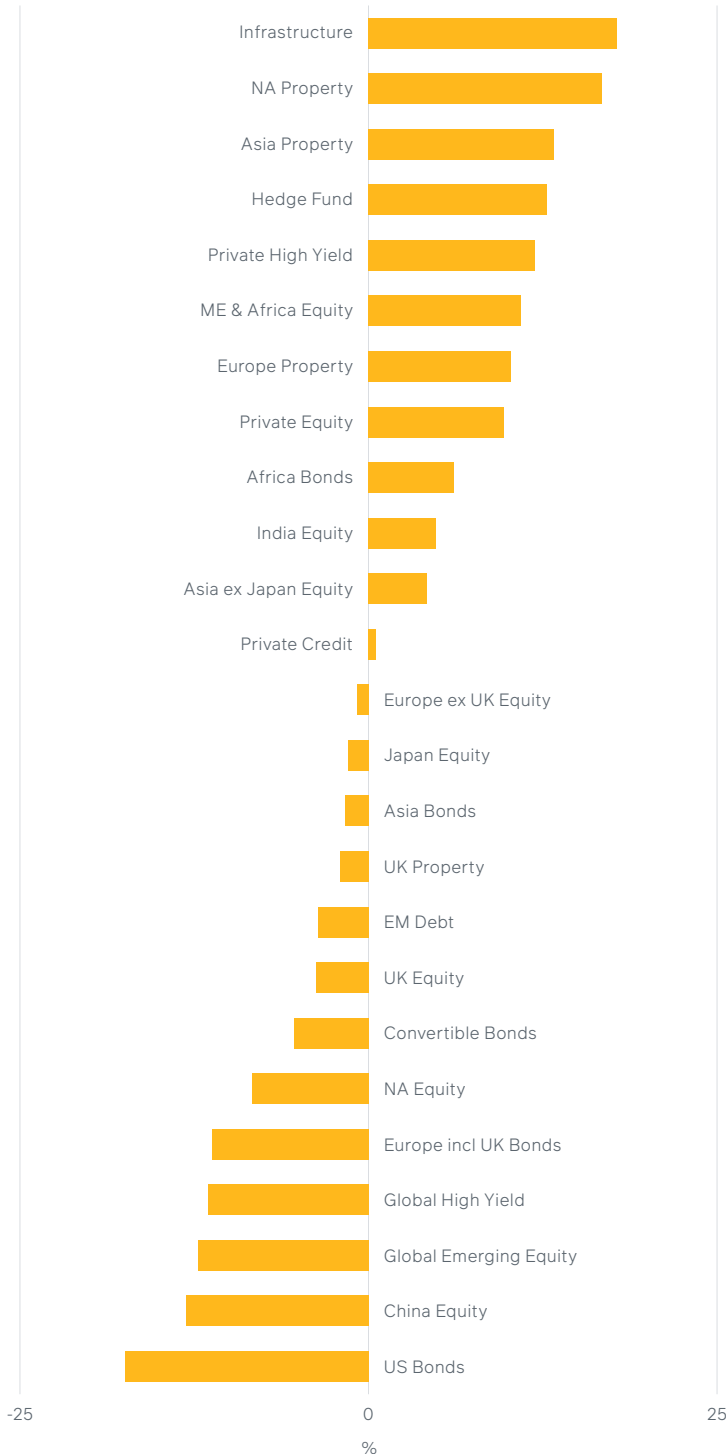
Era quasi certo che qualsiasi flessione dei mercati azionari venisse almeno in parte compensata dai rendimenti positivi del reddito fisso, e viceversa



Figura 2: le alternative ad azioni e obbligazioni sono numerose

Rendimenti delle asset class nel 2022

2023 PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO DI METÀ ANNO



Fonte: M&G, 31 dicembre 2022. Performance in sterline. Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Dove trovare rifugio?

Uno dei principali dilemmi per gli investitori multi-asset a livello globale è stato dove investire in anni come il 2022, quando le obbligazioni e le azioni dei mercati sviluppati hanno entrambe generato risultati deludenti. Questo ha portato i gestori patrimoniali a coniare l'espressione "nessun posto dove nascondersi".

Fortunatamente, esiste un'ampia gamma di altre asset class e aree geografiche a disposizione degli investitori pronti a investire tempo e impegno per guardare oltre. L'anno scorso, quando le azioni e le obbligazioni hanno arrancato, molte altre asset class, come le infrastrutture e il segmento immobiliare, hanno registrato andamenti positivi, come mostra il grafico di performance dei nostri principali pilastri di fondi multi-asset (Figura 2).

Inflazione e cambiamento di regime?

Il cambiamento di regime denota la sostituzione di una struttura con un'altra. Può indicare un cambiamento nelle interazioni tra le varie parti dell'economia. Tuttavia, a differenza di un cambiamento di regime politico, un cambiamento di regime economico è spesso difficilmente individuabile all'inizio. Sebbene un'anomalia di mercato non significhi necessariamente un cambiamento di regime, ci spinge a rivedere le forze strutturali di un'economia che sono allineate a un regime per stabilire cosa potrebbe cambiare e perché.

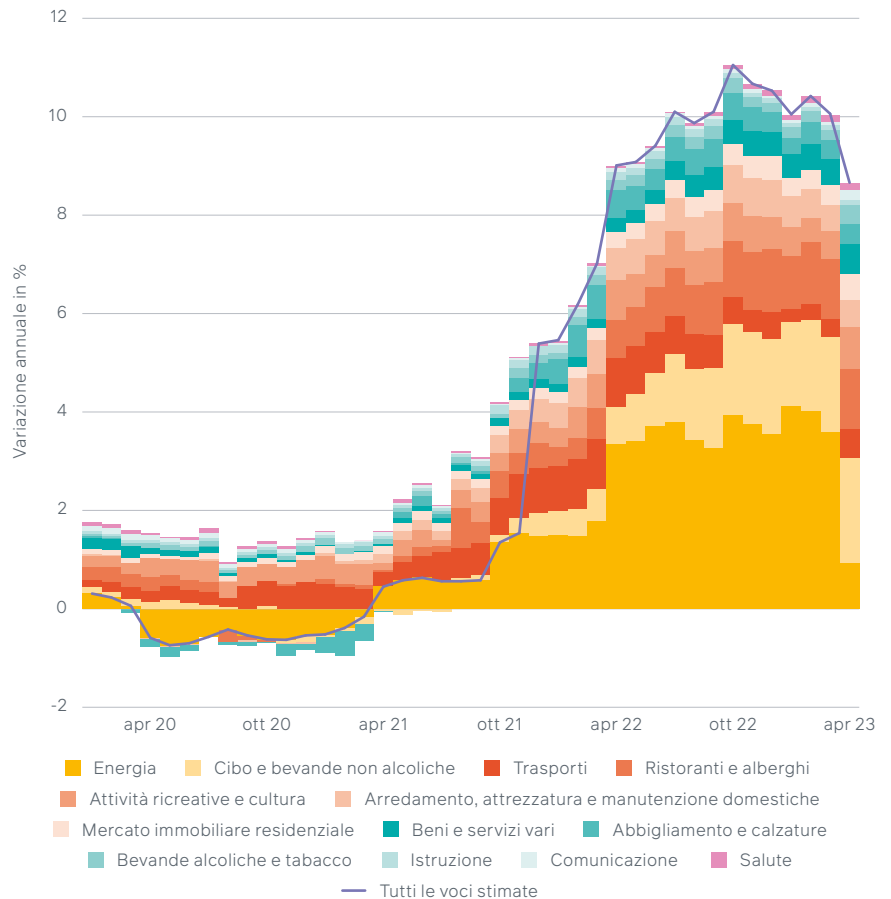
Riflettendoci, è sempre più chiaro che ci troviamo attualmente in un regime in cui le banche centrali e i mercati si preoccupano degli shock inflazionistici almeno quanto degli shock di crescita, il che è in diretto contrasto con il contesto di investimento degli ultimi due decenni.

Siamo in un regime in cui le banche centrali e i mercati si preoccupano degli shock inflazionistici almeno quanto degli shock di crescita



Figura 3: energia e prodotti alimentari hanno fomentato l'inflazione elevata

Componenti IPC Regno Unito e inflazione



Fonte: Refinitiv DataStream, maggio 2023.

Analizzando le sottocomponenti del paniere dell'Indice dei prezzi al consumo (IPC), i picchi dei prezzi energetici e alimentari hanno svolto un ruolo importante nel portare gli indicatori di inflazione a livelli decisamente più elevati, soprattutto nel Regno Unito e in Europa (Figura 3).

In prospettiva, l'impulso all'inflazione complessiva derivante da fattori come i prodotti alimentari, l'energia e le interruzioni della filiera produttiva sembra destinato ad attenuarsi nei prossimi mesi, con gli effetti base dei picchi di prezzo dello scorso anno che inizieranno a ridursi a partire da aprile. Tuttavia, mentre la stampa più recente ha visto una riduzione di circa l'1,4% dei prezzi dell'energia, la componente dei prezzi dei prodotti alimentari è rimasta ostinatamente elevata, così come le componenti principali. Ciò ci spinge naturalmente a chiederci a quali livelli si attesterà l'inflazione nei prossimi 12-18 mesi. Il nostro timore principale è che si consolidino aspettative di inflazione più elevate.

Cicli economici più brevi?

Un'altra caratteristica degli eventi recenti suggerisce che il panorama della politica monetaria si stia allontanando dall'era dell'"opzione put della banca centrale", ovvero un contesto in cui i mercati potevano contare sul fatto che le banche centrali agissero gradualmente per inasprire le misure monetarie al progredire delle espansioni economiche, ma che allentassero la presa in modo deciso ai primi segnali di debolezza. Questo contesto ha fornito un'utile protezione ai mercati azionari, consolidando al contempo il ruolo dei titoli di Stato come fonte di "assicurazione" del portafoglio.

Se il rallentamento dell'attività dovesse trasformarsi in una flessione più pronunciata, i mercati potrebbero non essere in grado di fare affidamento sul sostegno delle banche centrali come in passato, se e quando i valori dell'inflazione rimarranno ostinatamente elevati.

Questa "simmetria", in cui le banche centrali sono preoccupate di errori di politica monetaria in entrambe le direzioni, costituirà un cambiamento sostanziale rispetto al periodo successivo all'indipendenza delle banche centrali. A nostro avviso, si tradurrà in cicli economici molto più brevi rispetto a quelli cui i mercati si stavano abituando nel XXI secolo (ad esempio, i 12 anni tra la crisi finanziaria globale (GFC) e lo shock dovuto alla pandemia da COVID-19), e quindi in una maggiore incertezza nella vita di tutti i giorni.

C'è comunque un lieve risvolto positivo: cicli economici più brevi dovrebbero, in teoria, comportare un accumulo di eccessi molto più ridotto. D'altro canto, l'allocazione multi-asset potrebbe dover evolvere in modo più dinamico per stare al passo con i cicli economici.

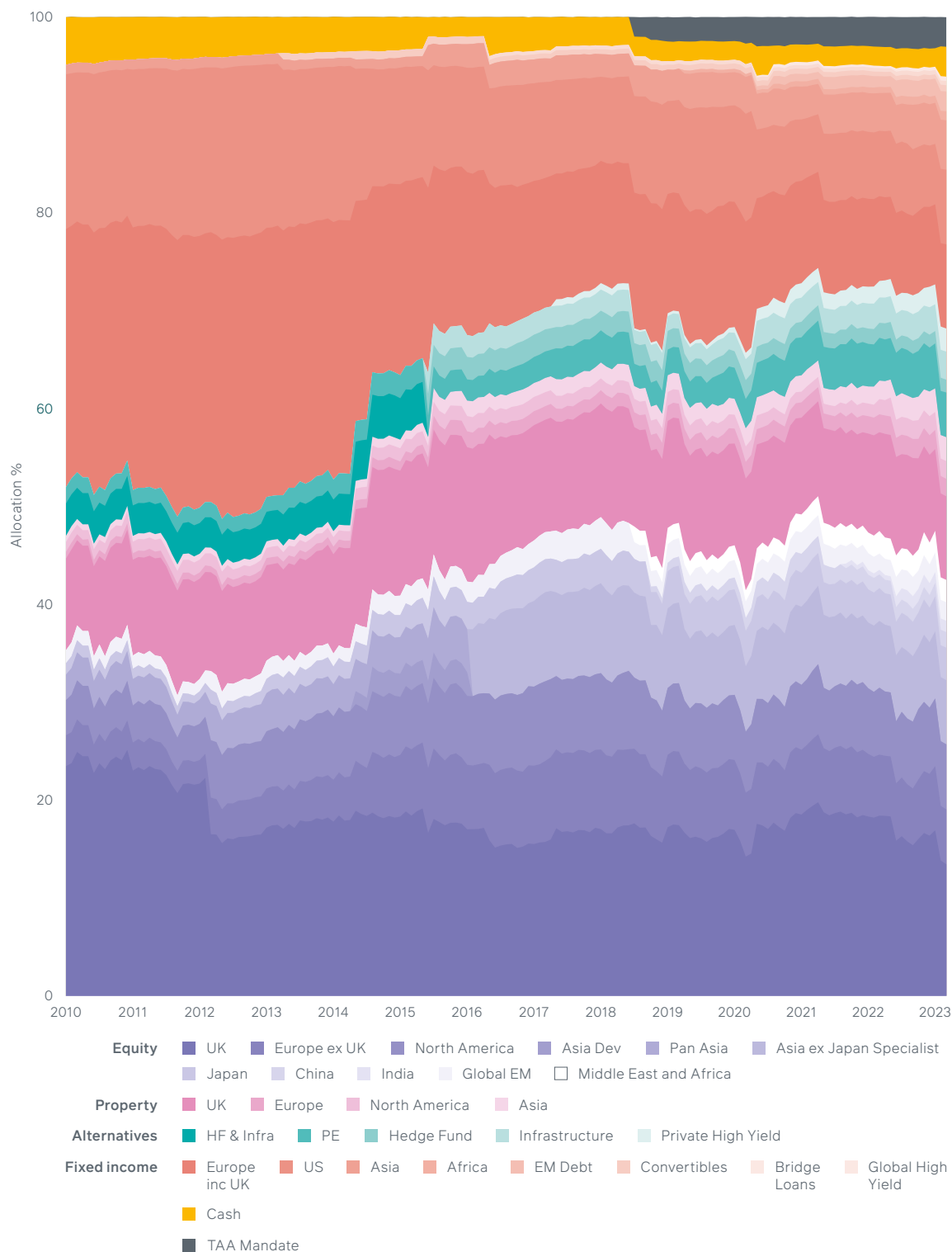
Riflessioni conclusive: i meriti di un'allocazione diversificata e dinamica

Gli investitori devono ora confrontarsi con un contesto di tassi di interesse in cui gli investimenti tradizionali offrono una minore diversificazione. In questo ambiente, continuiamo a ritenere utile perseguire un portafoglio ben diversificato tra le diverse asset class, con un'esposizione positiva a fattori di rischio come il rischio di inflazione e incentrata sulle soluzioni ai problemi del prossimo decennio, come il cambiamento dei modelli del commercio globale e la necessaria transizione climatica.

Restiamo convinti dell'importanza di raccogliere i premi al rischio (il rendimento atteso superiore a quello di attività prive di rischio come i titoli di Stato) in tutte le asset class, quando la remunerazione è particolarmente interessante rispetto al rischio intrinseco. Sebbene uno spostamento verso l'alto del regime dei tassi di interesse influisca in qualche misura su tutte le classi d'investimento, quelle con elevati premi al rischio iniziali offrono potenzialmente un cuscinetto contro le perdite di valutazione imposte dall'aumento dei tassi.

Infine, con cicli economici più brevi, riteniamo che sarà essenziale una strategia di allocazione dinamica per adattarsi all'evoluzione dei mercati patrimoniali. ■

Figura 4: evoluzione dell'asset allocation strategica dei PruFund nel tempo



Fonte: M&G, 31 marzo 2023. A soli fini illustrativi. PruFund è uno dei fondi multi-asset che seguono l'allocazione patrimoniale strategica concepita dal Long-Term Investment Strategy Team. Il grafico è stato selezionato per illustrare la vasta gamma di asset class, in diverse regioni, in cui investe il team e il modo in cui il team ha modificato l'asset allocation dinamicamente nel corso del tempo. Questa versione del PruFund è disponibile esclusivamente per gli investitori nel Regno Unito.

Non diamo nulla per scontato

2023 PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO DI METÀ ANNO



Fabiana Fedeli,
CIO, Equities, Multi
Asset and Sustainability

Due motori chiave per il mercato

Ora che stiamo per entrare nella seconda metà del 2023, i mercati saranno probabilmente preoccupati dagli stessi due fattori chiave che hanno influenzato il sentiment durante i primi sei mesi dell'anno: le decisioni delle banche centrali e la probabilità, i tempi e la profondità di una recessione.

Divergenza dei tassi delle banche centrali

Negli Stati Uniti, i membri del Federal Open Market Committee (FOMC) hanno espresso pareri discordanti sulla direzione di marcia dei tassi di interesse a partire da qui. Nonostante le divergenze di opinione, in ultima analisi il comitato si baserà sui dati. Alla luce dei dati attuali, ci aspettiamo una pausa con la riunione di giugno, dato che la Federal Reserve (Fed) cercherà di valutare fino a che punto l'inasprimento delle condizioni di credito derivante dagli eventi bancari regionali statunitensi stia influenzando la liquidità di mercato. A nostro avviso, è improbabile che la Fed tagli i tassi quest'anno, a meno che non si verifichi una profonda recessione o che l'inflazione non scenda al 2%, ma entrambi i casi non rientrano nel nostro scenario di base per il 2023.

Nel Regno Unito e in Europa, ci aspettiamo un ulteriore inasprimento da parte della Banca d'Inghilterra (BoE) e della Banca Centrale Europea (BCE), data l'inflazione più ostinata rispetto agli Stati Uniti.

Continua incertezza sulla tipologia e sui tempi di una recessione

Di recente abbiamo assistito a una serie di dati deboli o in calo relativi all'attività. Tuttavia, non ci sono stati segnali evidenti di un deterioramento importante e dilagante. È logico aspettarsi un ulteriore deterioramento della domanda, dato che il contesto di tassi più alti più a lungo pesa sulla spesa. In ogni caso, l'eventualità, i tempi e l'entità di una recessione rimangono al momento incerti.

L'eventualità, i tempi e l'entità di una recessione restano al momento incerti.



Non dimentichiamo che le recessioni possono aver luogo con un certo ritardo. Come un barometro, esaminiamo le recessioni storiche statunitensi che sembrano essere state innescate da un ciclo di rialzo dei tassi dal 1965 a oggi: le recessioni si sono verificate in misura variabile e manifestate con un'ampia gamma di ritardi, compresi tra i 5 e i 15 mesi dal precedente rialzo dei tassi. Ovviamente, anche se la storia può produrre eventi simili, non è detto che si ripeta. L'andamento del mercato, e in particolare la performance relativa del segmento azionario rispetto ai mercati a reddito fisso, dipenderà dalla profondità e dalla durata del rallentamento rispetto alle aspettative attuali. In questo contesto, il mercato continuerà probabilmente a essere determinato dai dati, con gli investitori a osservare attentamente ogni elemento per poter avere un possibile quadro delle prospettive macroeconomiche e, con esso, di eventuali decisioni di politica monetaria.

Figura 5: valutazioni nel mercato azionario

Il Giappone si sta avvicinando alla sua media decennale ma ci aspettiamo ulteriori miglioramenti a livello di utili



Fonte: Bloomberg, 5 giugno 2023.

Prospettive di breve termine per l'azionario

Gli osservatori di mercato stanno assumendo una posizione sempre più negativa sul segmento azionario, basando le loro tesi sulle prospettive di recessione. Preferiamo adottare una visione più equilibrata, riconoscendo che, sebbene una tendenza al ribasso dei dati macroeconomici sia altamente probabile, l'entità del deterioramento rispetto alle attuali aspettative sarà il vero fattore determinante della performance dei mercati azionari. In apparenza, i mercati azionari globali sembrano prezzati equamente per i rischi futuri, ipotizzando una recessione moderata, ma non per un calo più marcato della domanda. Tuttavia, oltre la superficie, ci sono notevoli differenze non solo tra i mercati regionali, ma anche tra titoli di uno stesso mercato. In particolare, l'indice S&P 500 appare decisamente sopravvalutato rispetto ad altri mercati, considerati i fondamentali.

Il mercato statunitense sta ancora scambiando a quasi la metà del rendimento azionario degli altri principali mercati, il che significa che è quasi due volte più caro. Negli anni scorsi, la percezione di una maggiore qualità e di una crescita degli utili relativamente più elevata ha sostenuto questo premio.

Alla luce delle recenti vicende bancarie regionali statunitensi e di una crescita degli utili relativamente contenuta, a nostro avviso questo premio di valutazione appare meno giustificabile, soprattutto rispetto all'Europa. Tirando le somme della stagione degli utili del primo trimestre, le società della zona EAFE (Europa, Australasia ed Estremo Oriente) hanno generato una crescita degli utili e delle vendite più robusta rispetto a quelle statunitensi, dove l'indice S&P 500 ha generato cali anno su anno della crescita EPS.

Anche la portata delle performance è stata diversa nei vari mercati azionari. Negli Stati Uniti, il recente balzo in avanti ha interessato una manciata di titoli, principalmente i tecnologici a mega capitalizzazione. In Europa, al contrario, i rally più brillanti (sul DAX tedesco e sul CAC in Francia) sono stati molto più ampi e si sono estesi ad esempio oltre i beni di lusso.

A nostro avviso, l'Europa è stata sostenuta dal mancato verificarsi di ipotesi iniziali molto pessimistiche, in particolare per quanto riguarda la fornitura e i prezzi dell'energia. Inoltre, abbiamo una serie di società europee che hanno ottenuto buoni risultati a livello globale. Ciò ha permesso a un'ampia gamma di società di partecipare al rally: farmaceutiche, industriali e di consumo, oltre a quelle legate alla transizione energetica, che stanno beneficiando dei miliardi di dollari di sussidi green previsti dall'Inflation Reduction Act statunitense e delle aspettative che l'Europa possa fare altrettanto.



Negli Stati Uniti, il recente balzo in avanti ha interessato una manciata di titoli, principalmente i tecnologici a mega capitalizzazione

Per quel che concerne i mercati più ampi, continuiamo a credere che il mercato attuale non si presti a “investimenti fatti ad ampio raggio” (prendere decisioni macroeconomiche direzionali e far oscillare interi portafogli in un senso o nell’altro). Piuttosto, in questo momento, la selezione resta il principale motore di alfa, la diversificazione continua a svolgere un ruolo cruciale e dobbiamo necessariamente imparare a convivere con la volatilità. La recente stagione degli utili continua a evidenziare che le società stanno performando in maniera molto eterogenea, anche all’interno degli stessi settori, per via delle diverse esposizioni, mix di prodotti, vigore del pricing, solidità dei bilanci e, in un’ultima analisi, della qualità dei management team.

La dispersione delle performance superiore alla media sia a livello infrasettoriale che all’interno dei settori stessi rafforza la nostra convinzione che la selezione sia il modo per ottenere alfa nell’attuale contesto. A nostro avviso, il mercato offre opportunità per investitori con un approccio bottom-up, incentrato sulla ricerca dei fondamentali e disposti a scavare un po’ più a fondo.

La selezione resta il principale motore di alfa nel mercato, la diversificazione continua a svolgere un ruolo cruciale e dobbiamo necessariamente imparare a convivere con la volatilità



Valore allettante in Giappone

All’interno delle economie sviluppate, il Giappone resta uno dei mercati che preferiamo. Siamo in grado di individuare diverse società che stanno migliorando la leva operativa con un impatto positivo sulla crescita degli utili, oltre ad accrescere i risultati per gli azionisti attraverso l’aumento dei dividendi e il riacquisto di azioni, nonostante il mancato sostegno del contesto macroeconomico. Tuttavia, a nostro avviso, meno riconosciuta è la prospettiva che, accanto a questa cultura dell’autoaiuto e della riforma aziendale, la crescita dei salari possa stimolare i consumi, fornendo un ulteriore potenziale vantaggio per la crescita negli anni a venire.

Dopo anni di entusiasmi di breve durata e false partenze, e dopo essere state in secondo piano per molto tempo, sembra che gli investitori stiano iniziando a riconoscere la potenziale opportunità di crescita delle aziende giapponesi: a maggio, l’indice TOPIX ha raggiunto il livello più alto dallo scoppio della bolla del mercato azionario giapponese nel 1990. Nonostante la crescente attenzione da parte degli investitori stranieri, riteniamo che le prospettive di rialzo delle società giapponesi non siano pienamente apprezzate e che ci siano opportunità interessanti, soprattutto per gli investitori attivi e aperti a un dialogo costruttivo con le società.

Un fattore di cui tener conto per gli investitori interessati al Giappone è l’impatto della valuta. Il recente annuncio di una revisione della politica monetaria da parte della Banca del Giappone (BOJ) potrebbe significare una variazione di politica monetaria fra qualche tempo ma, come sempre quando si tratta del Giappone, in modo prudente.

Con ogni probabilità, la BOJ sta cercando di guadagnare tempo per assicurarsi che l'attuale pressione inflazionistica non sia transitoria e anche per combattere le speculazioni del mercato su un cambiamento di politica monetaria.

Un cambiamento di misure monetarie, sia sotto forma di un ulteriore ampliamento della fascia di controllo della curva dei rendimenti (YCC) che di un aumento dei tassi, sosterrebbe lo yen giapponese (JPY). Pertanto, nella scelta dei titoli giapponesi, è importante considerare che per alcuni i vantaggi della valuta potrebbero appartenere ormai al passato. La difficoltà consisterà nel determinare la tempistica di una mossa della BOJ, dato che il mercato si è sbagliato molte volte in passato. Fortunatamente, ci sono molti titoli per i quali i vantaggi fondamentali sembrano più solidi di qualsiasi potenziale impatto valutario.

Opportunità selezionate in Cina

Per quel che concerne i mercati emergenti, a nostro avviso la Cina può offrire opportunità interessanti. Come sempre, una selezione attenta resta di vitale importanza. Le riaperture della Cina hanno suscitato grande entusiasmo per la ripresa dell'attività economica e i mercati, indubbiamente, hanno corso un po' troppo. La verità è che, dopo un periodo di continui lockdown dovuti al COVID, un mercato immobiliare molto debole e finanze locali in difficoltà, qualsiasi ripresa sarebbe stata graduale e discontinua: ci vorrà diverso tempo per un recupero totale.

È comunque possibile attuare un allentamento della politica fiscale e monetaria, com'è avvenuto con un sostegno selettivo ai settori immobiliare e delle infrastrutture, soprattutto in termini di transizione energetica. È importante notare che non ci sono vincoli inflazionistici per le autorità politiche cinesi.

Le attuali tensioni tra Stati Uniti e Cina continuano a pesare e ciò è riflesso in un premio al rischio più elevato e valutazioni più modeste. È poco probabile che le tensioni svaniscano del tutto, pertanto il

loro impatto va preso in considerazione nel selezionare i titoli. Il lato positivo è che le due maggiori economie mondiali sono profondamente correlate per ragioni commerciali, sia direttamente che indirettamente attraverso i partner commerciali asiatici. Nessuna delle due parti vuole, o può permettersi, grandi turbolenze nell'attuale clima economico.

Gli investitori stanno iniziando a riconoscere la potenziale opportunità di crescita tra le società giapponesi

Da qui i recenti commenti più concilianti del Presidente Biden e la ripresa di incontri informali.

Al di là di tutto il rumore macroeconomico, siamo incoraggiati da ciò che sta accadendo da una prospettiva microeconomica o bottom-up: alcune grandi imprese cinesi stanno facendo un buon lavoro in termini di margini e profitti, nonostante una crescita nominale più debole del previsto, e vediamo molte società restituire liquidità agli azionisti sotto forma di buyback.

Dislocazioni di mercato sul breve periodo e opportunità nel lungo termine

In un mercato influenzato dalle notizie dove le reazioni immediate sono ormai divenute la norma, la volatilità può giocare a nostro favore, offrendo opportunità interessanti. Una di queste si è presentata tra i titoli bancari non-statunitensi, in Europa e ancora di più in Asia, dove molte banche fondamentalmente solide e provviste di normative rigorose hanno registrato cali di prezzo a nostro avviso ingiustificati, in seguito alla crisi che ha investito le banche statunitensi regionali. Questa correzione rappresenta un buon esempio di sacche di disallineamento dei prezzi che si stanno presentando con frequenza sempre maggiore in un mercato sempre più influenzato dalle notizie. E ci saranno probabilmente situazioni analoghe, man mano che il mercato reagirà alle decisioni delle banche centrali e che i punti dati sembreranno supportare i timori di una profonda recessione.

Mentre attendiamo pazientemente le dislocazioni del mercato, continuiamo a prediligere società esposte a temi di lungo termine che a nostro avviso potranno attrarre capitali anche in un contesto di rallentamento della domanda globale: le infrastrutture, l'innovazione (come l'intelligenza artificiale, ma anche in altri settori fortemente legati alla proprietà intellettuale come la sanità) e l'ecosistema a basse emissioni di carbonio. Come già accennato, la recente stagione degli utili ci ha ricordato che società degli stessi settori possono ottenere risultati molto eterogenei a causa delle differenze di esposizione, di potere di fissazione dei prezzi e, in ultima analisi, di management delle società. Pertanto, su tutti questi temi rimaniamo selettivi.

I nostri portafogli multi-asset presentano attualmente una posizione neutrale tra azionario e reddito fisso, operando tatticamente intorno a queste posizioni e con un focus particolare sulla composizione sottostante. Manteniamo la nostra preferenza relativa per i mercati azionari non statunitensi, dove troviamo opportunità più interessanti dal punto di vista delle valutazioni in rapporto al profilo degli utili.

Le nostre strategie presentano anche un leggero sovrappeso in termini di duration sull'estremità lunga della curva statunitense e su alcuni sovrani e valute selezionati dei Paesi emergenti, come Brasile e Messico, dati i rendimenti reali elevati e le prospettive più rosee in termini di inflazione.

Guardando al resto del 2023, manteniamo un posizionamento diversificato, continuando a concentrarci su una ricerca bottom-up e differenziata, al fine di generare alfa ed essere pronti a trarre vantaggio dalle opportunità tattiche che emergeranno per via della volatilità di mercato. ■

Valutazioni obbligazionarie: si riparte

2023 PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO DI METÀ ANNO



Jim Leaviss,
CIO, Public Fixed Income

L'ultimo anno è stato indubbiamente uno dei più interessanti della mia carriera trentennale sui mercati obbligazionari. È anche stato uno dei più perigliosi per gli investitori in obbligazioni, con tassi inflazionistici in impennata oltre il 10% e uno dei cicli di rialzo dei tassi più rapidi della storia economica.

Come sappiamo, il 2022 è stato un annus horribilis per quasi tutte le asset class, e il reddito fisso non ha fatto eccezione: le perdite a doppia cifra non sono state rare e molti titoli di Stato a più lunga scadenza e obbligazioni indicizzate all'inflazione hanno registrato perdite superiori al 20%.

A nostro avviso ciò ha significato, d'altra parte, un nuovo inizio per le valutazioni del reddito fisso e un ripristino del valore sui mercati obbligazionari. Possiamo notarlo un po' ovunque, dalle obbligazioni emergenti al credito europeo a breve scadenza: individuiamo attualmente valore in ogni area del segmento.

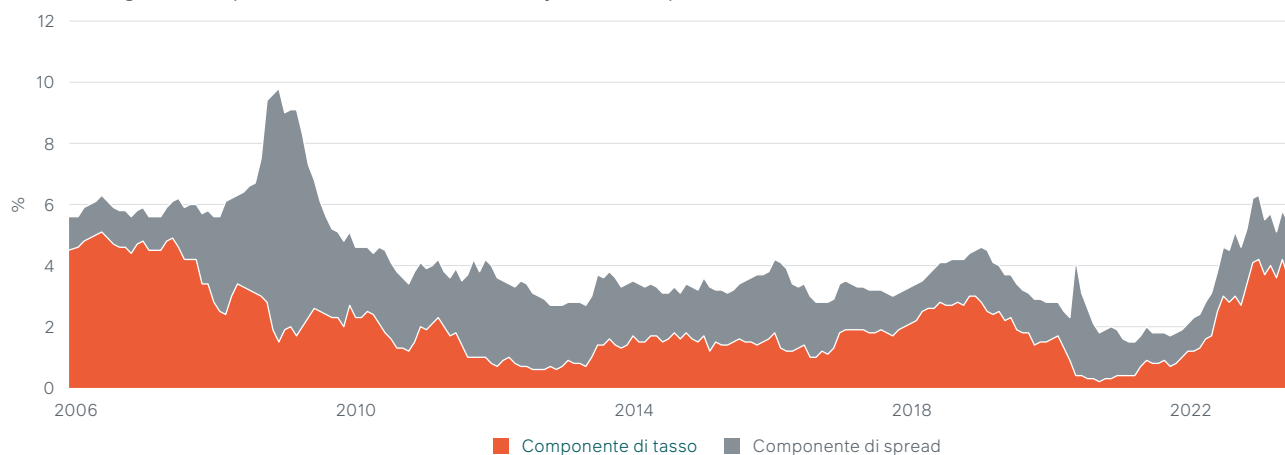
Forse per la prima volta nell'ultimo decennio, gli investitori obbligazionari sono ben remunerati per assumere sia rischio di credito che di tasso di interesse. Le obbligazioni societarie investment grade, in particolare, dovrebbero essere ben posizionate per far fronte ad ambienti economici incerti: grazie alle sue componenti distinte di tasso di interesse e spread di credito, crediamo che quest'asset class offra un'interessante combinazione di rendimento, diversificazione e tenuta per generare risultati in diverse condizioni di mercato.

Inflazione in traiettoria discendente

Le valutazioni più elevate sono chiaramente un vantaggio per gli investitori obbligazionari, anche se probabilmente l'inflazione resterà uno dei fattori chiave di performance. Anche se da una parte sembra che ci stiamo lentamente avvicinando a vincere la battaglia contro l'inflazione, dall'altra è troppo presto per cantare vittoria.

Figura 6: le obbligazioni societarie investment grade offrono una diversificazione naturale

Investment grade: componenti di rendimento – Treasury a 5 anni e spread di credito



Fonte: Bloomberg, 30 aprile 2023.

Riteniamo che il recente periodo inflazionistico possa essere suddiviso in tre fasi distinte, ciascuna con una propria narrazione. La prima fase ha riguardato le interruzioni della catena di fornitura in seguito alla riapertura dell'economia globale dopo la pandemia da COVID. Emblematica in questo senso la nave portacontainer bloccata nel canale di Suez per sei giorni nel 2021.

Nella seconda fase, le cause dell'inflazione sono state attribuite ai lavoratori e alla carenza di manodopera, poiché molti hanno scelto di abbandonare la forza lavoro. Sembra si stia ora facendo largo una terza fase, in cui l'inflazione viene spiegata con il fatto che le aziende mantengono i prezzi elevati, anche se i costi dei fattori produttivi sono diminuiti, la cosiddetta "greedflation".

Vedremo cosa succederà a partire da qui, anche se la buona notizia è che, con la possibile eccezione del Regno Unito, l'inflazione sta iniziando a frenare, e la brusca decelerazione della fornitura di denaro potrebbe continuare a spingerla al ribasso. Non siamo sicuramente ancora fuori dal tunnel (l'inflazione core resta elevata), ma sembra che il peggio sia passato, e crediamo che ciò dovrebbe permettere alle banche centrali di porre fine all'attuale ciclo di rialzo dei tassi.

**Anche se da una parte
sembra che ci stiamo
lentamente avvicinando a
vincere la battaglia contro
l'inflazione, dall'altra è troppo
presto per cantare vittoria**

Siamo vicini alla fine del ciclo di rialzo dei tassi?



Dopo uno dei cicli di rialzo dei tassi più rapidi della storia, il mercato prevede ora una graduale frenata nei prossimi 12 mesi. Tuttavia, è importante notare che le previsioni del mercato si basano su una media di due esiti molto diversi: da un lato, uno in cui l'economia statunitense continua a crescere e i tassi salgono forse al 6% o persino oltre; dall'altro, un esito in cui si verificano ulteriori problemi bancari e una recessione tale da indurre la Federal Reserve (Fed) a ridurre i tassi al 2%.

A mio avviso potremmo andare incontro a un forte rallentamento, perché quando le banche centrali aumentano i tassi così rapidamente, il meccanismo può incepparsi. Lo abbiamo visto più volte, dalla crisi del debito russo e del Long-Term Capital Management (LTCM) nel 1998 alle crisi finanziarie globali e dell'Eurozona un decennio dopo. Tutti questi eventi si sono verificati dopo un improvviso aumento dei tassi, mentre ora stiamo assistendo ai primi segnali di stress dopo la recente serie di fallimenti bancari.

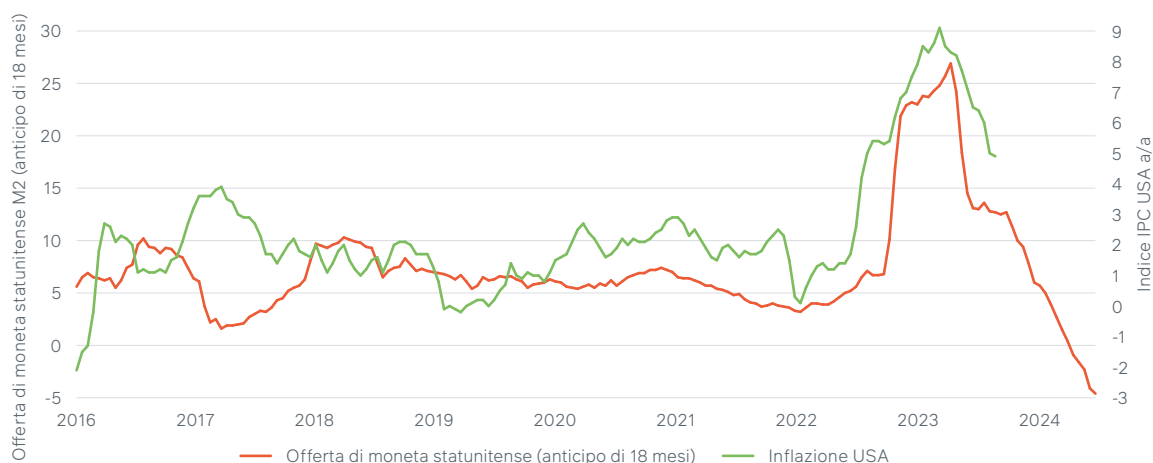
Riteniamo che questo abbia cambiato radicalmente la narrazione: dopo essere stati in precedenza nel campo del "tassi più alti più a lungo", siamo ora dell'idea che la Fed dovrà iniziare a frenare per valutare le implicazioni delle recenti turbolenze. A condizione che non si verifichi un altro shock inflazionistico, potremmo essere vicini al picco dell'attuale ciclo di rialzo dei tassi.

Individuare opportunità sui titoli di Stato

Se guardiamo ai mercati dei titoli di Stato oggi, la prima cosa da fare è valutare se l'onere del debito di un governo possa essere sostenibile in base alla crescita del suo Prodotto Interno Lordo (PIL) nominale a un ritmo più rapido del suo costo di prestito (come riflesso dal rendimento dei suoi titoli di Stato). Per molti governi, l'inflazione è stata estremamente vantaggiosa nel ridurre il rapporto debito/PIL, e sono questi i Paesi su cui vogliamo concentrarci.

Cerchiamo inoltre di individuare i Paesi in cui riteniamo che i tassi di interesse e l'inflazione scenderanno più rapidamente. Nelle economie sviluppate, sembra che gli Stati Uniti siano al

Figura 7: inflazione in traiettoria discendente



Fonte: M&G, Bloomberg, 31 marzo 2023.



A condizione che non si verifichi un altro shock inflazionistico, potremmo essere vicini al picco dell'attuale ciclo di rialzo dei tassi

livello più avanzato di questo processo. Stiamo infatti notando un crollo dell'offerta di moneta negli Stati Uniti, che di solito determina a sua volta un calo dell'inflazione. Abbiamo anche assistito a una brusca inversione della curva dei rendimenti USA, dove i rendimenti a lungo termine sono più bassi di quelli a breve termine, e questo è storicamente un indicatore molto affidabile di recessione negli Stati Uniti.

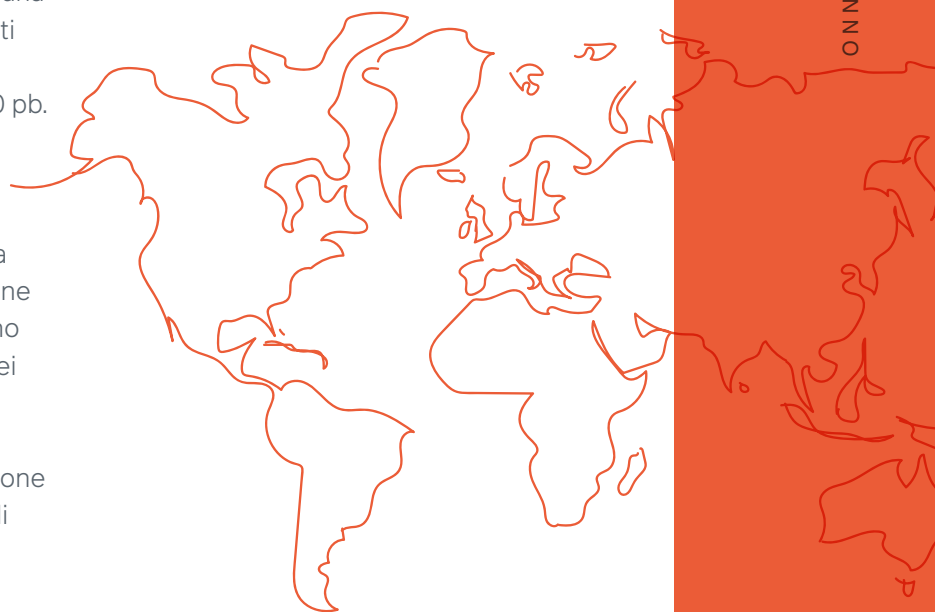
Questo prima ancora di considerare le implicazioni dei recenti crolli bancari in questo Paese. Vale la pena sottolineare che i fallimenti bancari più grandi (secondo, terzo e quarto per entità) si sono verificati tutti negli ultimi due mesi: è sorprendente che i mercati siano così poco turbati al riguardo. Le recenti turbolenze determineranno probabilmente una notevole contrazione del credito in segmenti dell'economia statunitense, che potrebbe equivalere a un aumento dei tassi di 50-100 pb.

Per queste ragioni, riteniamo probabile che, una volta valutati i dati economici più recenti, la Fed sospenda il suo programma di rialzo dei tassi. Data la probabile direzione di marcia, i Treasury statunitensi rimangono il nostro segmento preferito nei mercati dei titoli di Stato core. Al contrario, la Banca Centrale Europea dovrà probabilmente aumentare ancora per un po', vista l'inflazione di fondo ancora elevata. Rimaniamo quindi un po' più cauti sui titoli di Stato europei, che potrebbero dover far fronte a ulteriori difficoltà nel breve periodo.

Valore selezionato nei Paesi Emergenti

Guardando oltre, continuiamo a individuare valore nelle obbligazioni dei mercati emergenti (EM). Sebbene sia importante essere molto selettivi in questo settore, i Paesi EM offrono generalmente il più forte potenziale di crescita a lungo termine e beneficiano di popolazioni giovani e di modesti rapporti debito/PIL. Anche le valutazioni appaiono interessanti, a nostro avviso, con le obbligazioni EM che offrono rendimenti ben superiori all'inflazione.

Le banche centrali degli EM hanno generalmente agito in anticipo rispetto alla curva in questo ciclo e colto l'opportunità di rialzare i tassi prima del previsto; ciò significa che anche l'inflazione dovrebbe iniziare a scendere abbastanza rapidamente, fornendo un ulteriore vantaggio all'asset class. Pur non mancando i rischi, riteniamo che essi siano pienamente riflessi nelle valutazioni delle obbligazioni EM e attualmente individuiamo opportunità interessanti in diverse aree, soprattutto in America Latina e nel Sud-Est asiatico. ■



Permangono tendenze positive per gli asset privati

2023 PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO DI METÀ ANNO

I mercati privati, proprio come quelli pubblici, devono far fronte alle sfide del nuovo panorama di investimento. Gli investitori avranno chiaramente bisogno di considerare l'impatto di costi di finanziamento più elevati sulle operazioni e sulle performance di investimento. Restiamo comunque fiduciosi che le prospettive per gli investimenti privati siano rosee. Siamo convinti che la domanda per l'asset class resti solida: gli investitori sembrano interessati alla combinazione di asset dal rendimento elevato (spesso a tasso variabile o indicizzati all'inflazione) e opportunità di crescita. Il fornitore di dati Preqin prevede che il patrimonio in gestione dei mercati privati continui a crescere e che raggiunga i 18 mila miliardi di USD entro il 2027, il doppio rispetto al 2021¹.

Nel breve termine, svariati segnali indicano che le società di debito privato potrebbero beneficiare della recente ondata di ulteriore riduzione dei finanziamenti da parte delle banche. Questo offre indubbiamente nuovi impulsi alla tendenza al finanziamento non bancario, già in atto dalla crisi finanziaria globale.

Guardando al futuro, riteniamo che le tendenze di lungo periodo, come l'ampliamento e la democratizzazione della base degli investitori e il crescente interesse per la sostenibilità e l'impact investing, rappresentino interessanti opportunità per gli asset privati.

Nelle sezioni che seguono esaminiamo più in dettaglio le tendenze e le opportunità dei mercati del credito privato, degli asset reali e del settore immobiliare.

¹ Il futuro degli alternativi nel 2027 | Preqin

Credito privato: trovare una gamma di strumenti versatili per una situazione complessa

Per oltre un decennio, sia le imprese che i consumatori hanno beneficiato di tassi di interesse modesti e di un costo del capitale molto contenuto, ma la situazione sta cambiando in quanto le economie globali continuano ad adeguarsi ai rialzi dei tassi di interesse delle banche centrali e a uno scenario geopolitico incerto. Il credito privato ha dato prova di resilienza e adattabilità durante l'attuale fase di contrazione ciclica e la domanda per questa classe di attivi prosegue. Considerato l'attuale contesto macroeconomico, il credito privato potrebbe essere in grado di aiutare gli investitori a superare la miriade di sfide che ci attendono.

A circa tre anni dall'inizio della pandemia COVID-19, gli operatori di mercato si sono trovati a fare i conti con tassi di interesse più alti di quelli visti in oltre un decennio e con un contesto economico impegnativo. Sebbene l'inflazione si sia attenuata rispetto ai recenti picchi a due cifre, il rischio di un'inflazione elevata in Europa permane per quest'anno. Di fatto, nonostante le difficoltà del settore bancario, la Banca Centrale Europea ha continuato a innalzare i tassi al livello più alto dal 2008², mostrando che l'inflazione resta una priorità elevata sul suo programma³.

Molti debitori societari e individuali sono entrati in questo periodo inflazionistico in condizioni di discreta salute a livello di fondamentali, anche se restiamo consapevoli che con il ritorno a tassi di base più normali, lontani dai livelli zero, gli obblighi di interesse più elevati potrebbero innescare un'ondata di insolvenze nelle aziende più deboli. In effetti, queste mutevoli condizioni macroeconomiche e di mercato evidenziano l'importanza di mantenersi lungimiranti, di rivalutare continuamente la natura in evoluzione dei fattori di rischio e soprattutto di adottare un approccio prudente nella selezione del credito.

Mentre i mercati continuano ad adeguarsi a questa nuova fase complessa, è aumentata la domanda di copertura della duration e del reddito reale attraverso strumenti a tasso variabile come il credito privato. Questa situazione, associata all'attuale dislocazione dei prezzi, offre agli erogatori di prestiti privati notevoli opportunità per trarre vantaggio dalla domanda, fornendo una soluzione credibile man mano che crescono le operazioni e proliferano le opportunità di investimento in tutto il segmento.

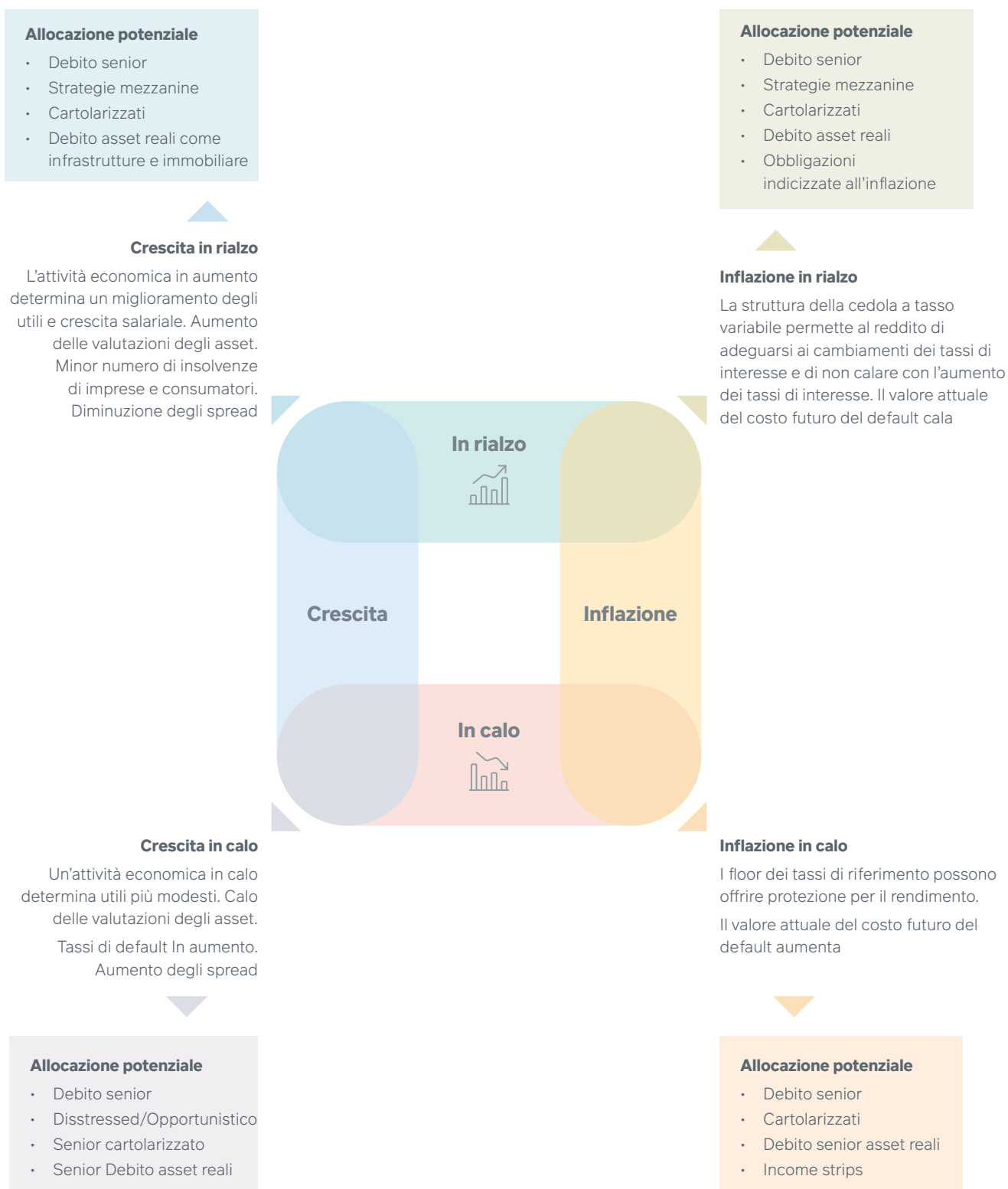
¹ Banca centrale europea, "Tassi di interesse chiave della Bce", (ecb.europa.eu) 16 marzo 2023.

² La Bce rallenta il ritmo dei rialzi ma fa sapere che ce ne saranno di nuovi| Reuters.

³ Preqin, "Rapporto globale 2023: Debito privato" (preqin.com), gennaio 2023.

Figura 8: l'asset allocation può essere specificamente adattata al contesto macro per un "portafoglio per tutte le stagioni"

2023 PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO DI METÀ ANNO



Una gamma diversificata e versatile

Sebbene venga storicamente considerata un'asset class di nicchia, la ricerca globale di rendimento ha indotto gli investitori ad aumentare costantemente la loro esposizione al credito privato e ai titoli alternativi. Secondo i dati di Preqin, il patrimonio gestito nel debito privato è cresciuto da poco meno di 500 miliardi di dollari nel 2013 a 1,2 mila miliardi di dollari nel 2021 e si prevede che raddoppierà ulteriormente fino a raggiungere i 2,3 mila miliardi di dollari nel 2027⁴.

Il premio di rendimento per la complessità non è l'unico fattore trainante; sempre più spesso gli investitori investono anche in base alla diversificazione e alla stabilità dei rendimenti. Siamo convinti che il credito privato rappresenti uno strumento versatile per gli investitori in vari contesti, siano essi difficili o in fase di ripresa, offrendo un'esposizione a gruppi differenziati di attività a cedola che possono aiutare gli investitori a raggiungere la loro frontiera efficiente di portafoglio.

Punti di accesso multipli

I mercati del credito privato e alternativo non costituiscono un unico mercato, ma piuttosto una serie di classi di attività diverse con diversi tipi di rischio e diversi punti di accesso. Si va da quelle relativamente piccole a quelle più grandi, tra cui i prestiti a leva, che hanno dimensioni paragonabili a quelle del mercato high yield sviluppato, e il loro valore può variare nel tempo. Anche le società che fanno parte di questo universo sono molto diverse tra loro, e vanno da titoli molto noti e

a mega capitalizzazione a offerte più originali.

Ciò significa che il credito privato può fungere da strumento tattico per ottenere un'esposizione a diversi asset, ma anche che l'allocazione può essere specificamente adattata a un contesto macro mutevole in un "portafoglio per tutte le stagioni" in aree quali il debito senior, il debito mezzanine, il debito legato all'inflazione, il debito cartolarizzato e il prestito di attività reali. Si tratta di asset class che potrebbero essere meglio posizionate per far fronte a periodi di volatilità e inflazione, data la loro storica stretta correlazione positiva con l'inflazione. Al contrario del reddito fisso tradizionale, gli asset di credito privati comportano normalmente un rischio duration limitato (sensibilità alle variazioni dei tassi di interesse). In un periodo di maggiore inflazione, la struttura cedolare a tasso variabile del credito privato consente al reddito di adeguarsi alle variazioni dei tassi di interesse e di non diminuire in termini reali con l'aumento dei tassi.

Vale la pena notare che, come per la maggior parte delle asset class, una combinazione di crescita economica elevata e inflazione contenuta è fondamentale più favorevole. Nella fase di crescita del ciclo, in cui l'attività economica porta a un miglioramento degli utili e della crescita dei salari, e quindi a un minor numero di insolvenze di imprese e consumatori, a parità di condizioni, le valutazioni degli asset dovrebbero aumentare. Nel complesso, riteniamo che il credito privato possa essere assimilato in una struttura

semplice, senza necessità di derivati complessi, per offrire agli investitori un reddito sicuro nelle diverse fasi del ciclo economico.

La flessibilità gioca un ruolo cruciale

Sebbene i timori di inflazione e recessione possano continuare a determinare l'umore degli investitori, il percorso finale verso la ripresa resta incerto. A nostro avviso, la dislocazione e la dispersione dei mercati del credito costituiscono un punto di ingresso interessante per gli investitori alla ricerca di esperti in grado di mettere a frutto patrimoni privati in maniera flessibile e paziente, nel lungo periodo. Tuttavia, bilanciare questo aspetto con la flessibilità di orientarsi verso il miglior valore relativo all'interno del credito privato e adattare le esposizioni può essere estremamente utile nei periodi di maggiore incertezza.

Una nuova e interessante tendenza cui stiamo assistendo consiste nel rendere più sfumati i confini del credito. Il bacino di finanziamento in cui gli emittenti vanno a caccia di fondi si sta evolvendo e sta diventando più fluido: le società high yield ottengono fondi ovunque, dall'universo dei prestiti al direct lending e persino ai fondi distressed. Le società di investimento che, come M&G, possono vantare le competenze e la capacità di esplorare ogni mercato, dovrebbero essere ben posizionate per individuare opportunità allettanti. A prescindere dal mercato, siamo certi che essere selettivi e adottare un approccio il più variegato possibile possa contribuire alla creazione di portafogli solidi e adatti a ogni condizione. ■

Megatrend degli asset reali: le tendenze globali che stanno plasmando le opportunità di investimento

I megatrend sono temi globali di lungo periodo che dovrebbero incidere in modo decisivo sulle società, l'economia e l'ambiente nei prossimi decenni, arrivando a volte sino a rivoluzionarli. Gli investitori sono in grado di partecipare alla diffusione di queste tendenze attraverso l'allocazione agli asset reali, che sono beni fisici tangibili con un valore intrinseco dovuto alla loro concretezza e alle loro proprietà. La capacità di individuare e comprendere queste tendenze contribuisce a delineare il nostro panorama di opportunità. Ci concentriamo su quattro megatrend chiave tra loro fortemente connessi: transizione energetica, digitalizzazione, sistema alimentare e mondo naturale.



Transizione energetica

Per limitare il riscaldamento globale a 1,5°C oltre i livelli preindustriali, in linea con l'Accordo di Parigi, le emissioni di gas serra (GHG) devono essere ridotte del 45% entro il 2030, fino a conseguire l'azzeramento delle emissioni nette entro il 2050¹. L'aumento della capacità globale di energia rinnovabile continua a svolgere un ruolo fondamentale in questo percorso verso il net zero, con previsioni di rapida crescita. Entro il 2027, la capacità globale di energie rinnovabili dovrebbe crescere di 2400 GW, pari all'intera capacità elettrica della Cina².

Oltre alle rinnovabili tradizionali, esistono opportunità in numerose aree ad alta crescita, tra cui le infrastrutture per i veicoli elettrici, i biocarburanti, la decarbonizzazione del calore e l'idrogeno.

Anche il sostegno dei governi offre interessanti vantaggi: il piano REPowerEU dell'Unione Europea, l'Inflation Reduction Act degli Stati Uniti e il Ten Point Plan del Regno Unito dovrebbero congiuntamente raggiungere finanziamenti pari a circa 680 miliardi di dollari statunitensi^{3,4,5} per l'energia pulita, che mirano a mobilitare notevoli investimenti privati. Le misure del piano REPowerEU hanno rappresentato

una reazione all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, mettendo in luce la sicurezza energetica come una priorità internazionale fondamentale.



Digitalizzazione

Man mano che la popolazione globale aumenta e la tecnologia continua a mettere a segno nuovi progressi, i dati stanno diventando una parte essenziale della vita quotidiana in ogni settore. Una maggiore digitalizzazione ha il potenziale di accelerare lo sviluppo tecnologico, promuovere la crescita economica e consentire un uso più efficiente delle risorse.

Nonostante i rapidi progressi, nelle regioni sviluppate come l'Europa e il Nord America persiste un enorme divario digitale. Negli Stati Uniti, 24 milioni di persone non hanno attualmente accesso a Internet ad alta velocità e molti non sono in grado di connettersi a causa delle lacune in termini di equità e alfabetizzazione digitale⁶.

Dato il notevole divario di finanziamento, le recenti misure hanno svolto un ruolo essenziale nel generare un impulso agli investimenti: l'Infrastructure Investment and Jobs Act degli Stati Uniti ha stanziato 65 miliardi di dollari per migliorare la copertura della banda larga, con particolare attenzione alle aree rurali non servite⁷.

Le aree più recenti del panorama digitale, il 5G e l'intelligenza artificiale generativa stanno creando opportunità senza precedenti, che determinano una domanda significativa di infrastrutture digitali come la fibra e la capacità dei centri dati.



Sistema alimentare

Con una popolazione mondiale destinata a raggiungere i 10 miliardi di persone entro il 2050⁸, il mondo si trova a dover affrontare una crescente domanda alimentare tra risorse naturali limitate ed eventi climatici estremi sempre più frequenti.

I sistemi alimentari sono responsabili di un terzo delle emissioni globali di gas serra⁹ e generano costi nascosti per 12.000 miliardi di dollari⁹ USA

legati a salute, ambiente e povertà. Questi svettanti costi, insieme alla crescente minaccia degli eventi climatici, stanno costringendo i produttori e i rivenditori di alimenti a investire in soluzioni sostenibili. Le aree di interesse includono l'agricoltura di precisione e le tecnologie in grado di operare in modo completamente indipendente dall'ambiente esterno.

Il capitale istituzionale è ancora nelle prime fasi di ingresso nel mercato, con opportunità che spaziano dall'agricoltura su larga scala, all'agricoltura in ambiente controllato e a nuovi metodi di creazione alimentare.



Mondo naturale

C'è una sempre maggiore consapevolezza su scala globale che preservare e ripristinare gli ecosistemi naturali sia essenziale per combattere il cambiamento climatico, proteggere la biodiversità e salvaguardare l'attività economica.

Una generazione di valore economico pari a 44.000 miliardi di dollari statunitensi, oltre la metà del PIL mondiale, dipende in misura moderata o elevata dalla natura e dai suoi servizi ed è pertanto esposta ai rischi derivanti dalla perdita di natura¹⁰.

Pur trovandosi ancora nelle fasi iniziali, le autorità monetarie stanno esplorando modi per attrarre gli investimenti del settore privato attraverso sussidi e mercati del carbonio e della biodiversità. Le opportunità attuali includono l'agricoltura rigenerativa, il miglioramento

della gestione forestale e il ripristino degli habitat, come il reimpianto di mangrovie.

I capitali stanziati sono limitati, ma si prevede che le opportunità di investimento cresceranno con il progredire del percorso di protezione e ripristino degli ecosistemi naturali.

Per dare libero spazio al valore occorre essere selettivi

Investire nei megatrend degli asset reali offre l'opportunità di volgere lo sguardo a una delle maggiori sfide globali, la costruzione di un futuro sostenibile. Nonostante la rapida crescita in ciascuno di questi mercati, una prudente selezione delle operazioni resta essenziale per poter dare libero spazio al valore. Tra le sfide chiave figurano il far fronte al macrocontesto complesso e volatile, evitando al contempo aree di mercato caratterizzate da valutazioni eccessive. Forti di un consolidato processo di investimento, competenze sempre più approfondite e un approccio flessibile, capace di cogliere le opportunità più promettenti, siamo convinti di aver maturato il potenziale per gestire queste sfide e generare performance allettanti su ciascuno di questi fronti. ■

¹ Net Zero Coalition | Nazioni Unite

² Executive summary - Renewables 2022 - Analysis - IEA

³ REPowerEU: affordable, secure and sustainable energy for Europe, 2022 | European Commission (<https://ec.europa.eu>)

⁴ Inflation Reduction Act: One page summary, 2022 | The Senate Democratic Caucus (www.democrats.senate.gov)

⁵ The 10 Point Plan for a Green Revolution, 2020 : UK Gov (www.gov.uk)

⁶ <https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/are-states-ready-to-close-the-us-digital-divide>

⁷ Fact Sheet: The Bipartisan Infrastructure Deal | The White House (www.whitehouse.gov)

⁸ World population projected to reach 9.8 billion in 2050, and 11.2 billion in 2100 | United Nations (www.un.org)

⁹ Stop Food Loss and waste, for the people, for the planet | United Nations (www.un.org)

¹⁰ Nature Risk Rising | World Economic Forum (www.weforum.org)

Real estate globale: è passata la tempesta?

Dopo un decennio di denaro “gratuito”, è improbabile che i tassi di interesse possano continuare ad aumentare rapidamente come avvenuto finora da livelli talmente modesti senza conseguenze per il sistema finanziario. Valutiamo il potenziale impatto di tassi più elevati sul settore immobiliare e consideriamo le opportunità che ne potrebbero emergere.

2023 PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO DI METÀ ANNO

Domanda degli investitori in frenata per gli immobili più rischiosi

L'incertezza provocata dalle turbolenze che hanno investito il settore bancario potrebbe spingere finanziatori e investitori a operare probabilmente con un maggior grado di avversione al rischio, ad agire prudentemente nel decidere come procedere e a esigere ricompense più elevate per il rischio assunto.

Data la minore disponibilità di finanziamenti e il costo più elevato del debito, in particolare per i prestiti più rischiosi, con una domanda ridotta da parte degli investitori immobiliari garantiti dal debito a qualsiasi livello di pricing degli asset, è probabile che gli asset immobiliari a più alto rischio e di qualità più scadente dovranno sopportare il peso di un ulteriore indebolimento dei rendimenti/prezzi.

Polarizzazione esacerbata da una minore quantità di capitale per migliorare gli asset

Una “fuga verso la qualità” si tradurrà probabilmente in una relativa tenuta dei titoli immobiliari migliori, con flussi

di cassa sicuri (in particolare per i quali è già avvenuto un repricing dell'asset).

Gli asset di qualità inferiore, invece, sono maggiormente esposti ai rischi di mercato occupazionale come gli sfitti, in un contesto economico piuttosto accidentato.

La capacità di questi beni di migliorare la propria performance è probabilmente ostacolata dalla minore disponibilità di capitale per le spese di ristrutturazione o riqualificazione necessarie.

È possibile che questa tendenza possa ritardare l'investimento nel miglioramento delle credenziali ESG per gli asset cosiddetti marroni, situazione non ideale per il compimento di progressi sul percorso verso un mondo net zero. Siamo convinti che il “premio green” sia destinato a restare un elemento cruciale del mercato, con edifici sostenibili caratterizzati da affitti più elevati.

Opportunità per gli investitori alternativi

Data la minore propensione delle banche a elargire prestiti, si stagliano all'orizzonte opportunità

Siamo convinti che il “premio green” sia destinato a restare un elemento cruciale del mercato

Il real estate dell'Asia-Pacifico dovrebbe mostrare maggior resilienza, in parte grazie a un'inflazione meno ostinata e agli aumenti dei tassi di interesse

potenziali per i finanziatori non bancari, come fondi di debito immobiliare, che potrebbero intervenire offrendo prestiti a chi necessita di finanziamenti per investimenti immobiliari.

A nostro avviso, nuovi operatori con capitali freschi o privi di vecchi portafogli (legacy portfolios) trarranno vantaggio da quello che potrebbe rivelarsi il mercato dei finanziatori più interessante da prima che la crisi finanziaria globale (GFC) facesse calare i tassi di prestito ai minimi storici.

Variazioni regionali

Anche se nuove abitudini come il telelavoro rappresentano una potenziale minaccia per il settore degli uffici negli Stati Uniti, nuove opportunità potrebbero emergere da altri segmenti immobiliari reali USA, come settori multifamiliari, i mercati di logistica e i centri di dati. Nel Regno Unito, i settori quali industriali multi-locazione, magazzini retail e il settore abitativo restano a nostro avviso interessanti.

In Europa, invece, riteniamo che gli elementi strutturali dei settori logistico, residenziale e degli uffici, in particolare, continuino a favorire una forte crescita dei canoni di locazione. Tuttavia, la location rimane un fattore fondamentale e vi sono rischi al ribasso derivanti da una crescita economica lenta, da un'inflazione elevata e da tassi

di interesse più elevati.

A nostro avviso, il real estate dell'Asia-Pacifico dovrebbe mostrare maggior resilienza, in parte grazie a un'inflazione meno ostinata e agli aumenti dei tassi di interesse. Esistono comunque variazioni regionali. In Giappone, i settori favoriti da questioni strutturali quali abitazioni multifamiliari e logistica riusciranno probabilmente a offrire prospettive per una crescita moderata degli affitti, che potrebbero riservare sorprese al rialzo visto il contesto inflazionistico. Alcuni settori immobiliari in Australia e Corea d'altra parte potrebbero destare preoccupazioni.

Il real estate dell'Asia-Pacifico dovrebbe mostrare maggior resilienza, in parte grazie a un'inflazione meno ostinata e agli aumenti dei tassi di interesse.

Man mano che nei prossimi trimestri ci si troverà di fronte alle numerose difficoltà, emergeranno sia i vincitori che i perdenti di questo contesto. Alcuni investitori, in particolare quelli con indebitamenti troppo elevati, che devono far fronte a rischi di rifinanziamento o con un'esposizione eccessiva a immobili più deboli/rischiosi, potrebbero arrancare, ma altri dovrebbero poter trarre vantaggio da interessanti opportunità, come l'acquisto di asset erroneamente quotati. ■

