

AD USO ESCLUSIVO DI INVESTITORI QUALIFICATI



PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO | PRIMA EDIZIONE | M&G INVESTMENTS

A photograph of a person standing on a beach at night, looking out at the ocean. In the background, there are mountains under a dark sky. The entire scene is framed by a dark, semi-transparent border.

Prospettive di investimento 2023

Nel presente documento

03 **Introduzione: investire in un'epoca di incertezze**

04 **Una rassegna sul 2022**

10 **Non è tempo per investimenti ad ampio raggio** *Fabiana Fedeli*

16 **Valore ritrovato sui mercati obbligazionari?**

Jim Leaviss

22 **L'high yield al centro della scena** *Stefan Isaacs*

24 **Investire in un contesto di tassi più elevati** *Will Nicoll*

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.

Investire in un'epoca di incertezze

Con il volgere al termine di un anno dettato da volatilità ed eventi imprevedibili, i CIO di M&G Investments condividono i loro punti di vista sulle tematiche chiave che stanno influenzando i mercati finanziari. L'inflazione elevata, l'aumento dei tassi di interesse, la crisi energetica e il rallentamento della crescita economica sono solo alcune delle grandi problematiche cui gli investitori devono far fronte.

In questo primo documento, dal titolo *Prospettive di Investimento*, *Fabiana Fedeli, CIO Equities, Multi Asset e Sustainability*, *Jim Leaviss, CIO Public Fixed Income*, e *Will Nicoll, CIO Private & Alternative Assets*, delineano le potenziali sfide che potrebbero emergere per le loro asset class, evidenziando al contempo le opportunità di investimento più promettenti.

Iniziamo con una breve analisi del 2022, un anno in cui alcune tendenze di lungo periodo si sono invertite e le nozioni consolidate sul comportamento dei mercati sono state messe in discussione.



2023



Nessun luogo in cui trovare riparo

Cali correlati sui segmenti azionario e obbligazionario

Il 2022 è stato un anno difficile per gli investitori su scala globale, per via delle pesanti flessioni che hanno interessato quasi ogni asset class. L'iniziale ottimismo generato dalla ripresa economica globale post-COVID ha rapidamente perso slancio per via della guerra in Ucraina e del conseguente shock energetico, che hanno scosso l'economia globale. L'impennata dell'inflazione e gli sforzi

delle banche centrali per tenerla a bada sono diventati il tema dominante.

Le correzioni sui mercati azionari e obbligazionari hanno reso impossibile trovare riparo (Grafico 1). Nonostante il vigoroso rimbalzo di mercato nel mese di novembre, nel 2022 l'Indice MSCI ACWI ha ceduto il 14,6% (in dollari statunitensi, a fine novembre). Nello stesso arco temporale, i Treasury USA sono scivolati del 12,3%.

Questo calo correlato ha rappresentato un duro colpo per gli investitori che hanno cercato di mitigare i rischi di investimento in un portafoglio bilanciato contenente entrambe le classi di attività, attraverso le cosiddette "strategie 60-40".

Indice MSCI ACWI
ha ceduto il

-14,6%

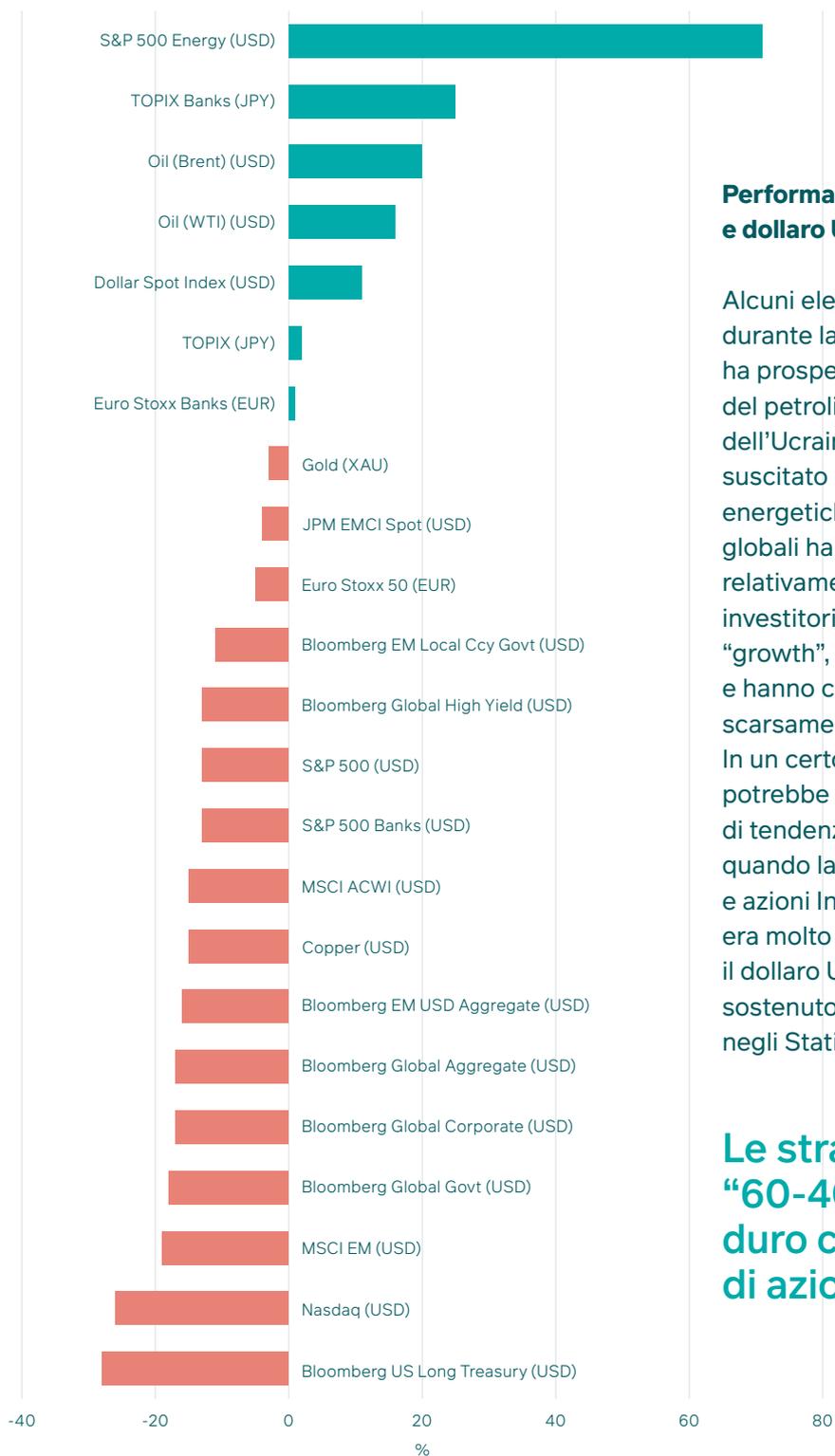
I Treasury USA
sono scivolati del

-12,3%

al 30 novembre 2022,
in dollari USA

Grafico 1: il 2022 ha visto un calo correlato nei segmenti azionario e obbligazionario

Performance da inizio anno delle principali asset class



Performance brillante per titoli energetici e dollaro USA

Alcuni elementi hanno comunque brillato durante la flessione. Il settore energetico ha prosperato grazie all'aumento dei prezzi del petrolio e del gas dopo che l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha suscitato preoccupazioni per le forniture energetiche globali. Anche i titoli "value" globali hanno registrato una performance relativamente soddisfacente, in quanto gli investitori si sono allontanati da alcuni titoli "growth", in precedenza schizzati alle stelle, e hanno cercato opportunità tra le società scarsamente valutate e poco apprezzate. In un certo senso, questo cambiamento potrebbe essere visto come un'inversione di tendenza rispetto all'era della pandemia, quando la domanda dei titoli tecnologici e azioni Internet a grande capitalizzazione era molto cresciuta. In termini di valute, il dollaro USA è stato il protagonista assoluto, sostenuto dall'aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti.

Le strategie bilanciate "60-40" hanno subito un duro colpo a causa del crollo di azioni e obbligazioni

Fonte: Bloomberg, 30 novembre 2022. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Un nuovo regime:

Inflazione elevata e tassi di interesse in aumento

Quest'anno gli investitori hanno dovuto affrontare una serie di shock macroeconomici, in particolare il ritorno dell'inflazione. All'inizio del 2022, le autorità monetarie si aspettavano ancora che l'inflazione fosse "transitoria", ma i prezzi hanno continuato a salire alle stelle in tutto il mondo. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, il tasso d'inflazione annuale ha raggiunto nel 2022 massimi non registrati da 40 anni, spinto in parte dall'impennata dei prezzi energetici dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia (Grafico 2).

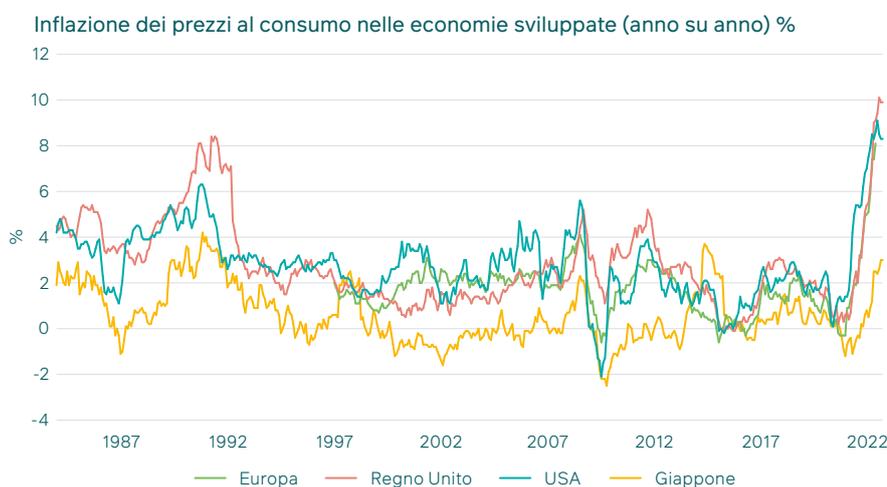
I forti aumenti dei prezzi dei generi alimentari e dell'energia hanno fatto temere una crisi del "costo della vita" e un calo dei redditi

disponibili delle famiglie. Per quel che concerne le imprese, gli investitori hanno temuto che l'inflazione avrebbe comportato un aumento dei costi dei fattori di produzione (compresi i salari) e una potenziale riduzione dei margini di profitto.

Sebbene i dati recenti suggeriscano una possibile frenata dell'aumento dei prezzi, almeno negli Stati Uniti, l'inflazione resta elevata e probabilmente sarà uno dei temi principali per gli investitori nei prossimi mesi. Tuttavia, questi tendono a non soffermarsi a lungo sullo stesso tema. Pur restando al momento per loro un argomento dominante, essa potrebbe man mano assumere un ruolo meno centrale. Di seguito, Jim Leaviss

sostiene che le pressioni inflazionistiche dovrebbero iniziare ad attenuarsi nel nuovo anno, portando pertanto alla ribalta una nuova narrativa. Il 2023 potrebbe essere l'anno in cui gli investitori si concentreranno sulla crescita economica, o piuttosto su una mancanza della stessa, e sulla minaccia della recessione.

Grafico 2: l'inflazione è schizzata a massime di 40 anni



La fine dei tassi di interesse ultra-bassi

Indubbiamente lo sviluppo più significativo per il 2022, e che potrebbe dominare anche il prossimo anno, è costituito dal passaggio a una politica monetaria più restrittiva.

Nel tentativo di combattere un'inflazione ostinatamente elevata, le banche centrali di tutto il mondo hanno aumentato i tassi di interesse in modo aggressivo. Mentre la Banca d'Inghilterra (BoE) è stata tra le prime ad avviare i rialzi dei tassi alla fine del 2021, la Federal Reserve degli Stati Uniti (la Fed) è stata la prima a intensificarne la portata, con quattro aumenti consecutivi di 75 punti base dal giugno 2022. Anche la BoE e la Banca Centrale Europea (BCE) hanno assunto un atteggiamento sempre più aggressivo, mentre la Banca del Giappone ha rappresentato un'eccezione notevole, mantenendo la sua politica di tassi di interesse ultra-bassi.

La determinazione dei banchieri centrali a frenare l'inflazione aumentando i tassi di interesse ha posto fine a una tendenza che aveva dominato i mercati finanziari per oltre un decennio: tassi di interesse bassissimi e denaro a buon mercato. Questi fattori hanno indubbiamente sostenuto i prezzi degli asset negli ultimi anni e l'inversione di tendenza potrebbe avere un effetto altrettanto

eclatante. Come sottolinea Fabiana Fedeli, anche se l'inflazione dovesse scendere, i costi di finanziamento più elevati potrebbero continuare a esercitare pressioni sui bilanci delle imprese e a mettere in difficoltà le società più vulnerabili. Il doversi adeguare a questo nuovo regime rappresenterà chiaramente una delle maggiori sfide per gli investitori nel 2023, soprattutto perché una brusca stretta monetaria potrebbe mettere a repentaglio la crescita economica.

Mercati influenzati dai flussi di notizie

Nel 2022 i mercati finanziari sono stati fortemente influenzati dalle notizie e dagli eventi macroeconomici. Ad esempio, gli investitori si sono troppo concentrati su ogni dato relativo all'inflazione e sul conseguente impatto sulla politica dei tassi della Fed, in particolare sull'eventuale inversione di rotta o "svolta". Data l'attuale incertezza rispetto alle prospettive economiche globali e alle tensioni geopolitiche in corso, è probabile che i mercati continuino a essere volatili nei prossimi mesi. In questo difficile contesto economico, le imprese potrebbero trovarsi in difficoltà. Tuttavia, come evidenziato da Will Nicoll, le difficoltà potrebbero anche offrire interessanti opportunità per gli investitori pazienti e attenti. ■

10 **Non è tempo per investimenti ad ampio raggio** *Fabiana Fedeli*

16 **Valore ritrovato sui mercati obbligazionari?** *Jim Leaviss*

24 **Investire in un contesto di tassi più elevati** *Will Nicoll*

Nelle pagine seguenti, i nostri CIO illustrano le loro considerazioni sulle principali problematiche cui gli investitori devono attualmente far fronte. Dopo un anno difficile, potrebbero presentarsi ulteriori sfide, non da ultimo il rischio di recessione. Ma potrebbero esserci anche motivi di ottimismo, con alcune opportunità potenzialmente interessanti che stanno emergendo in tutti i mercati.

Ci auguriamo che la lettura di questo documento possa risultare interessante e piacevole.

2023

Non è tempo per investimenti ad ampio raggio

Fabiana Fedeli
CIO, Equities e Multi Asset

Nel 2022 i mercati azionari sono rimasti volatili e hanno continuato a registrare oscillazioni laterali, particolarmente sensibili ai flussi di notizie e influenzati da molteplici forze esogene. Per superare questa situazione nei prossimi mesi, avremo bisogno di una scossa positiva di qualche tipo, che si tratti della conferma del raggiungimento del picco dell'inflazione o della cessazione del rialzo dei tassi da parte delle banche centrali o, ancora, della risoluzione della tragica guerra in Ucraina e, naturalmente, di una recessione più lieve del previsto.



Gli investitori andranno a caccia di imprese provviste del vigore finanziario e della strategia di business necessari per far fronte alla potenziale flessione.

La luce alla fine del “tunnel dei rialzi dei tassi”

Per ora, l’inflazione resta per gli investitori il timore più grande. I recenti dati sull’aumento dei prezzi negli Stati Uniti hanno mostrato i primi segnali di un picco dell’inflazione, in quanto i tassi di interesse più elevati frenano la domanda e le catene di approvvigionamento recuperano terreno. Tuttavia, dato che la spesa sta tornando a concentrarsi sui servizi a uso intensivo di manodopera e il mercato dell’occupazione è ancora contratto, è poco probabile che la Fed si muova in modo deciso, per cui i tassi potrebbero rimanere elevati per ancora qualche tempo.

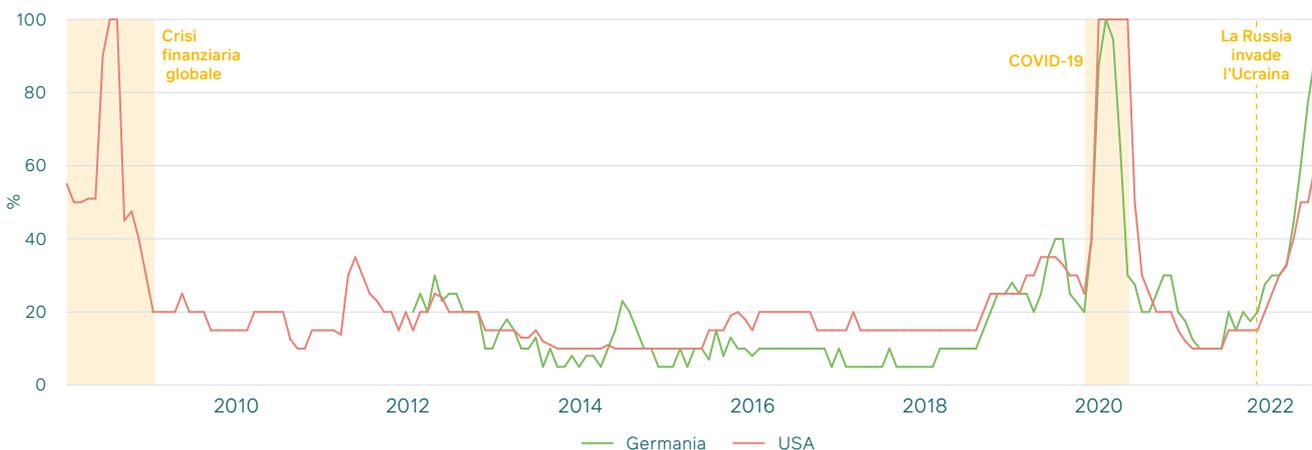
Nel frattempo, non si vedono ancora segnali di picco dell’inflazione in altri mercati sviluppati, con l’aumento dei costi dei generi alimentari e dell’energia che continuano a esercitare una pressione al rialzo sui prezzi e sull’inflazione in Europa e nel Regno Unito.

Detto questo, iniziamo a intravedere la luce alla fine del “tunnel dei rialzi dei tassi”, con le banche centrali che probabilmente smetteranno di aumentare i tassi nella prima metà del 2023. Dopo i rialzi di 75 punti base da parte della Fed, della BCE e della BoE in occasione dei loro ultimi incontri, potremmo assistere a una riduzione unificata (a seconda dei dati) dell’entità dei rialzi nelle riunioni di dicembre.

Tuttavia, non credo di individuare margine di manovra per una retorica meno aggressiva da parte delle banche centrali, in quanto rischierebbero di allentare di fatto le condizioni monetarie abbassando le aspettative sui tassi, il che a sua volta renderebbe il loro lavoro più difficile e potenzialmente le costringerebbe a ulteriori contrazioni, più a lungo.

Grafico 3: ci aspettano tempi duri per l'economia?

Probabilità mediana di recessione prevista da Bloomberg per i prossimi 12 mesi



Fonte: Bloomberg, 30 novembre 2022.

Probabilità di recessione

Se da un lato la conferma che abbiamo superato il picco dell'inflazione favorirebbe un miglioramento dell'umore di mercato dall'altro, quando i mercati si concentrano meno sul caro-vita, è probabile che inizino a dirottare l'attenzione verso un'eventuale recessione e la sua portata.

Nei mesi a venire, quindi, anche l'entità del rallentamento dell'economia globale sarà al centro dei pensieri degli investitori. Le aspettative di recessione sono relativamente elevate, soprattutto in Europa, dove l'energia schizzata alle stelle, l'inflazione ostinata e l'aumento dei costi di finanziamento potrebbero frenare l'attività (Grafico 3). I mercati azionari, in generale, non amano le recessioni.

Anche se da un lato un calo dell'inflazione può giocare a favore dei margini di profitto delle imprese, due altre dinamiche contrastanti agiranno contemporaneamente: l'aumento dei costi di finanziamento, dovuto

al rialzo dei tassi di interesse, e l'impossibilità per le aziende di aumentare ulteriormente i loro prezzi in un contesto di recessione. Per le società più deboli, l'aumento dei costi di finanziamento potrebbe creare reali difficoltà da un punto di vista del bilancio.

Gli investitori andranno a caccia di imprese provviste del vigore finanziario e della strategia di business necessari per far fronte alla potenziale flessione.

Un altro fattore che stiamo monitorando con attenzione è il rischio geopolitico. Se la guerra in Ucraina si risolvesse in modo soddisfacente, con un accordo e l'abolizione delle sanzioni, probabilmente il sentiment degli investitori ne trarrebbe notevole impulso. Il rapporto più costruttivo che ha fatto seguito all'incontro di novembre tra i presidenti Joe Biden e Xi Jinping ha di recente migliorato l'umore, ma non significa certo che la situazione sia rosea. È probabile che le tensioni tra Stati Uniti e Cina continuino e ci aspettiamo che la Cina reagisca alle limitazioni tecnologiche introdotte dagli Stati Uniti.

La selettività sarà fondamentale

Alla luce di queste dinamiche, come possono gli investitori azionari destreggiarsi nel difficile contesto di tassi di interesse elevati, utili più deboli, rallentamento della crescita e probabile recessione? Come abbiamo **osservato all'inizio di quest'anno**, riteniamo che questo non sia un mercato per "investimenti ad ampio raggio", ossia non un mercato per grandi investimenti basati su settori o Paesi.

Tuttavia, a nostro avviso, quello attuale resta un mercato in cui gli investitori attivi possono raccogliere alfa, ma la selettività sarà fondamentale: individuare le società con bilanci solidi e un forte potere di determinazione dei prezzi. La recente stagione degli utili ci ha mostrato che società dello stesso settore hanno generato utili molto diversi a seconda dell'esposizione, del controllo dei costi, del mix di prodotti e, in generale, della qualità del management.

Pertanto, a mio parere, questo rimane un mercato in cui cercare opportunità in maniera selettiva, dato che gli elementi positivi non vengono distinti da quelli negativi, alla ricerca di società sane con fondamentali solidi, in cui il livello di azione dei prezzi è ingiustificato, vista la solidità del business sottostante.

A livello di Paesi, stiamo individuando opportunità selezionate in tutti i mercati tranne che in Giappone, dove le riforme e le ristrutturazioni aziendali continuano a guadagnare impulso e riteniamo che vi siano ampie possibilità di cogliere opportunità specifiche per i titoli. Abbiamo individuato opportunità interessanti anche in Cina. Pur avendo registrato una delle migliori performance del momento, riteniamo che le valutazioni siano ancora convenienti e che i titoli siano scambiati a livelli di sofferenza che, secondo noi, non riflettono i fondamentali sottostanti.

In Giappone le riforme societarie e le ristrutturazioni continuano a guadagnare impulso.





Continuiamo a prediligere temi di più lungo periodo come le energie rinnovabili (insieme ai fornitori e agli utilizzatori di tecnologie a basse emissioni di CO₂) e le infrastrutture (indicizzate all'inflazione, con dividendi più elevati e in crescita, che contrastano l'inflazione), in quanto si tratta di settori in cui le spese per investimenti continueranno a crescere indipendentemente dalle condizioni di mercato prevalenti.

Nelle nostre strategie multi-asset, abbiamo aumentato la duration nella parte lunga della curva dei rendimenti e ora siamo sovrappesati su questo fronte. In termini di esposizione azionaria, pur essendo lontani dalle minime di ottobre, manteniamo ancora un piccolo sovrappeso tattico, che riflette l'equilibrio tra il miglioramento di alcuni dei recenti flussi di notizie (ad esempio, il rischio geopolitico e l'inflazione) e, d'altro canto, il fatto che il rialzo sia stato piuttosto rapido e la direzione macroeconomica ancora troppo incerta.

L'investimento sostenibile è destinato a persistere

Dal punto di vista della sostenibilità, gli ultimi due anni sono stati difficili. La pandemia COVID-19 ha avuto un impatto significativo su aree di sviluppo come la sanità, l'istruzione e la povertà. Più di recente, la crisi energetica e l'intensificarsi della crisi del costo della vita hanno creato ulteriori ostacoli agli impegni di sostenibilità a breve termine. Ad esempio, l'impennata dei prezzi del gas dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha determinato quest'anno un aumento della domanda di carbone in Europa.

Leggi [qui](#) il report **SDG Reckoning** di M&G



Sebbene questo sia probabilmente un fenomeno a breve termine, rappresenta al contempo un allontanamento dall'ambizione globale di più lungo periodo di eliminare gradualmente l'uso del carbone. Alla luce delle turbolenze del mercato energetico causate dalla guerra in Ucraina, quest'anno molti investimenti allineati agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (OSS) delle Nazioni Unite o legati all'ecosistema a basse emissioni di CO₂ hanno sottoperformato i loro omologhi ad alto tenore di carbonio.

Nonostante queste sfide, ritengo che gli investimenti sostenibili siano destinati a persistere. A tal punto che credo che tra cinque anni non faremo più distinzione tra prodotti sostenibili e non sostenibili. L'integrazione dei criteri di sostenibilità nella nostra maniera di investire diventerà semplicemente la norma.

La guerra in Ucraina ha anche evidenziato la necessità di migliorare la sicurezza energetica e di diversificarne le fonti, mettendo al centro della scena le energie rinnovabili. Iniziative governative come REPowerEU in Europa e l'Inflation Reduction Act negli Stati Uniti stanno stanziando miliardi di dollari a sostegno della transizione energetica.

E non sono solo i governi ad adottare queste misure: le imprese procedono con gli investimenti sostenibili riconoscendo l'importanza di concentrarsi sugli obiettivi di riduzione delle emissioni di CO₂ nel lungo periodo. Dove c'è un flusso di capitali, è probabile che ci siano anche opportunità di investimento. Come ho spiegato in un recente [articolo COP27](#), una maggiore collaborazione tra il settore pubblico e quello privato contribuirà a mettere in luce le opportunità di investimento.

Se si considera l'investimento sostenibile attraverso la lente degli obiettivi di sviluppo sostenibile, si stima che il deficit annuale di finanziamento degli OSS sia di oltre 4.000 miliardi di dollari statunitensi. Il rapporto "SDG Reckoning" di M&G, realizzato annualmente a opera dell'Impact Team dal 2020, mostra che l'attuale livello di flussi finanziari destinati agli obiettivi di sostenibilità è ancora insufficiente. L'unico modo per superare questo divario consisterebbe nell'aumento di misure sia da parte del settore pubblico che di quello privato, e nell'indirizzare gli investimenti verso la soluzione di problemi di sostenibilità globale quali la sicurezza alimentare, la disuguaglianza sanitaria, l'inclusione sociale, la perdita di biodiversità e l'eccesso di rifiuti. I risultati della recente COP27 hanno evidenziato la rilevanza di tutti questi problemi e oltre.

In futuro, l'integrazione dei criteri di sostenibilità nel nostro modo di investire diventerà semplicemente la norma.

”

Pur sostenendo gli obiettivi di sviluppo delle Nazioni Unite, non siamo associati all'ONU e i nostri fondi non sono da loro promossi.

Valore ritrovato sui mercati obbligazionari?

PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO | OUTLOOK 2023

Jim Leaviss CIO, Public Fixed Income

Il 2022 è stato contraddistinto da una delle più marcate correzioni mai registrate sui mercati obbligazionari: i timori relativi all'inflazione ostinatamente elevata e le misure aggressive in ambito di restrizione monetaria hanno infatti spinto i rendimenti dei titoli di Stato ai livelli più elevati di oltre un decennio. Anche le valutazioni del credito hanno subito forti pressioni, poiché i mercati hanno iniziato a considerare l'impatto del rallentamento della crescita economica e dell'aumento dei costi di finanziamento sugli utili societari.

Ciò ha determinato una notevole ridefinizione dei prezzi sia degli spread creditizi che del tasso "privo di rischio" (rappresentato dai rendimenti dei titoli di Stato). I rendimenti delle obbligazioni investment grade sono ora ai massimi pluriennali, con le obbligazioni societarie investment grade statunitensi a cinque anni che rendono oltre il 4% (Grafico 4). Pur consapevoli delle sfide per l'economia globale, siamo convinti che i fondamentali societari restino solidi e che i rendimenti attuali rappresentino un valore fortemente allettante per gli investitori. I soli effetti base dovrebbero far sì che l'inflazione annuale complessiva scenda nel corso del 2023, il che dovrebbe rappresentare una notizia positiva per i mercati obbligazionari, soprattutto perché un ciclo di rialzi trainato dagli Stati Uniti ci sembra ormai pienamente prezzato.

Grafico 4: i rendimenti obbligazionari nel tempo: rendimento a scadenza investment grade a 5 anni in USD**Graduale frenata dell'inflazione ma nessun segno di una svolta della Fed per ora**

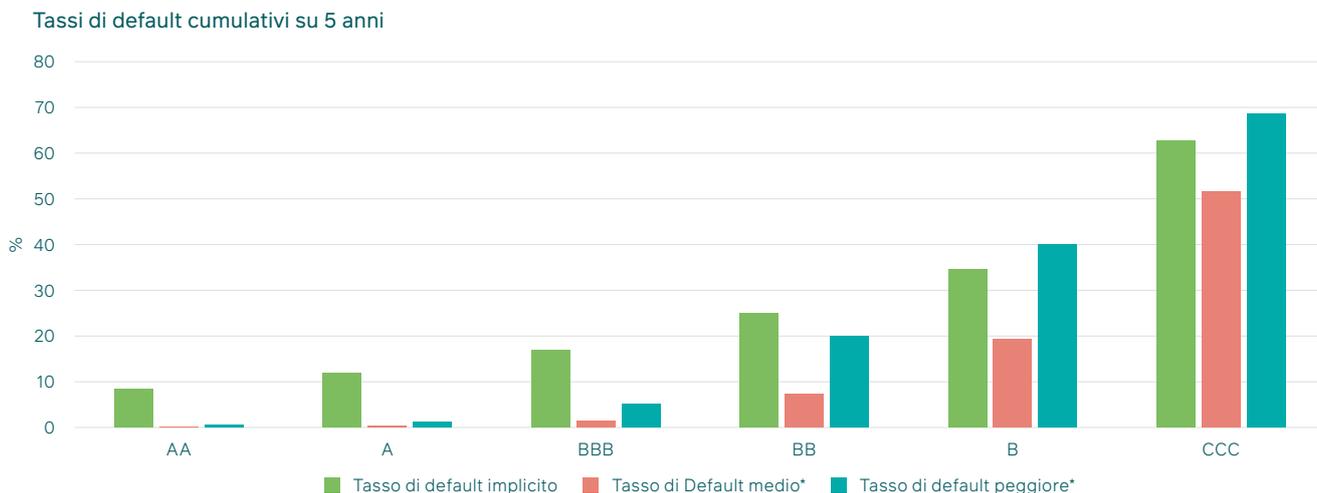
Prevediamo che l'inflazione continuerà a rappresentare una tematica urgente per gli investitori, anche se stiamo iniziando a notare una frenata dei prezzi almeno negli Stati Uniti: l'indice dei prezzi al consumo (CPI) statunitense è aumentato del 7,7% su base annua a ottobre, in calo rispetto al 9,1% di giugno. A nostro avviso l'inflazione dovrebbe continuare a rallentare nel 2023, in parte a causa degli effetti base e del calo dei prezzi delle materie prime, ma anche per via del duro inasprimento delle condizioni finanziarie nel corso dell'ultimo anno. In genere gli effetti della politica monetaria si manifestano con un ritardo di 12-18 mesi, pertanto riteniamo che il pieno impatto dei tassi di interesse più elevati inizierà a farsi sentire il prossimo anno.

Tuttavia, se da un lato abbiamo già assistito a un calo dell'inflazione dei beni, dall'altro ci aspettiamo che l'inflazione dei servizi rimanga elevata per un po' di tempo, dato

che il mercato del lavoro statunitense, molto rigido, dovrebbe esercitare una pressione continua sui salari. I cicli salariali tendono a durare anni piuttosto che mesi e la Fed sarà molto attenta al rischio di innescare una spirale salari/prezzi. Pertanto, se da un lato la banca centrale statunitense dovrebbe essere in grado di rallentare il ritmo degli aumenti con l'attenuarsi dell'inflazione complessiva, dall'altro probabilmente vorrà mantenere la politica in territorio restrittivo ancora per un po', e forse è prematuro parlare di un vero e proprio cambio di rotta in questa fase.

Guardando oltre il 2023, crediamo che la Fed possa avere più difficoltà che in passato a contenere l'inflazione al di sotto del 2%. Questo perché molti dei fattori che l'avevano finora contenuta per diversi anni potrebbero iniziare a giocare un ruolo meno importante. Nel dettaglio, è probabile che in futuro la globalizzazione abbia meno rilievo, come dimostrano questioni quali la delocalizzazione delle catene di fornitura e l'aumento dell'uso di tariffe e altre misure commerciali restrittive.

Grafico 5: tassi di default impliciti del mercato e tassi di default storici a confronto



Fonte: Bloomberg, Deutsche Bank, indici ICE, S&P, 31 ottobre 2022.

*Ipotizzando un tasso di recupero del 40% per l'IG e un tasso di recupero del 30% per l'HY.
Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Grafico 6: qual è il livello di default prezzato attualmente nel mercato high yield?



Fonte: Deutsche Bank, ricerca Moody's, 30 settembre 2022 (ultimi dati disponibili).
Calcolati utilizzando l'indice HY CDX con un tasso di recupero presunto del 30%.
Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.



ANCHE SE L'INFLAZIONE INIZIERÀ A FRENARE, LA FED VORRÀ PROBABILMENTE MANTENERE LE POLITICHE MONETARIE IN TERRITORIO RESTRITTIVO



Uno dei rischi corsi dalle banche centrali consisterebbe nell'iniziare a parlare troppo presto di un cambiamento di rotta. Ciò potrebbe determinare un nuovo rally dei mercati azionari e un calo dei rendimenti obbligazionari, allentando di fatto le condizioni finanziarie e generando potenzialmente un'inflazione ancora più elevata. È possibile che le banche centrali ritengano di doversi mostrare ora risolte per evitare di dover inasprire nuovamente la politica monetaria, causando potenzialmente danni maggiori in futuro.

In questo contesto, rimaniamo piuttosto cauti sui tassi, pur riconoscendo che le valutazioni appaiono molto più interessanti rispetto allo scorso anno. Anche se abbiamo aumentato gradualmente la duration dato il rialzo dei rendimenti quest'anno, riteniamo che sia troppo presto per un aumento aggressivo. Finché non vedremo chiari segnali di una svolta della Fed, riteniamo che i tassi continueranno con ogni probabilità a mostrare oscillazioni laterali, anche se con una volatilità intermittente in base alle reazioni dei mercati alle dichiarazioni della Fed.

Gli spread di credito stanno prezzando una profonda crisi

A nostro avviso, il credito presenta attualmente un valore significativo e gli investitori ci sembrano ben remunerati per l'assunzione del rischio di credito. Sebbene nel breve termine assisteremo probabilmente a ulteriore volatilità, in una prospettiva di lungo periodo riteniamo che il credito offra dinamiche di rischio/rendimento molto interessanti. Le insolvenze dovrebbero rimanere contenute grazie ai solidi fondamentali delle società e ai bilanci robusti. Al contempo, molte imprese hanno colto l'opportunità di rifinanziare il proprio debito per diversi anni a livelli economici.

Siamo convinti che i mercati stiano ampiamente prezzando le cattive notizie, con gli spread creditizi che riflettono un tasso di default implicito ben superiore non solo ai tassi di default medi, ma anche ai tassi di default peggiori (Grafico 5). Ad esempio, le obbligazioni societarie con rating BBB stanno prezzando un tasso di default cumulativo a cinque anni del 16,9%, a fronte di un tasso di default medio dell'1,5% e di un tasso di default peggiore del 5,1% (al 31 ottobre 2022).

Riteniamo che ciò rifletta una prospettiva eccessivamente cupa sui tassi di insolvenza e abbiamo pertanto colto l'opportunità di aggiungere rischio di credito nei nostri portafogli. Tuttavia, data l'incertezza del contesto economico, è importante mantenersi selettivi e in generale privilegiamo nomi di qualità superiore e più difensivi, che dovrebbero mostrare una migliore tenuta in caso di uno scenario più recessivo. Al contrario, rimaniamo invece molto più cauti nei settori maggiormente speculativi, come le obbligazioni high yield con rating CCC, dove riteniamo che i default potrebbero aumentare in modo considerevole.

Stiamo notando inoltre una forte dispersione degli spread sui mercati obbligazionari societari. Ciò avviene quando le obbligazioni con lo stesso rating creditizio vengono scambiate con uno spread creditizio diverso rispetto ai mercati dei titoli di Stato. Riteniamo che la dispersione degli spread possa aumentare ulteriormente con l'approssimarsi di un cambio di rotta della Fed e che ciò possa costituire una ricca fonte di opportunità per i gestori attivi in grado di individuare i titoli prezzati in maniera scorretta.

Grazie all'esposizione sia ai tassi di interesse che al credito, riteniamo che le obbligazioni societarie possano rappresentare una fonte di resilienza in condizioni di mercato incerte. Sebbene il 2022 abbia rappresentato un'eccezione, gli spread creditizi e i tassi di interesse si muovono tipicamente in direzioni opposte gli uni dagli altri, e a nostro parere questa correlazione inversa potrebbe contribuire a fornire un prezioso cuscinetto agli investitori in obbligazioni societarie durante i periodi di turbolenza del mercato.

Opportunità selezionate nei Paesi emergenti

Anche i mercati emergenti costituiscono a nostro parere un'altra area di valore allettante nel medio termine, pur necessitando di un approccio altamente selettivo. Le obbligazioni dei mercati emergenti hanno registrato quest'anno significativi drawdown, con rendimenti ora molto elevati. L'inarrestabile rialzo del dollaro USA rispetto alle altre valute ha chiaramente rappresentato un notevole svantaggio per l'asset class, anche se riteniamo che il grosso di questo rally sia ormai alle spalle e ci aspettiamo un'ulteriore frenata da qui in poi a causa del peggioramento del deficit commerciale statunitense.

Alcuni dei principali Paesi emergenti, in particolare, presentano fondamentali migliori rispetto al 2013, con avanzi delle partite correnti, deficit di bilancio più contenuti, maggiori riserve valutarie e valute più convenienti. Inoltre, a differenza dei precedenti cicli di rialzo, molte banche centrali dei mercati emergenti hanno anticipato la Fed e si sono mosse per rialzare i tassi in modo aggressivo dal 2021, contribuendo ad aumentare i rendimenti molto interessanti a disposizione degli investitori.

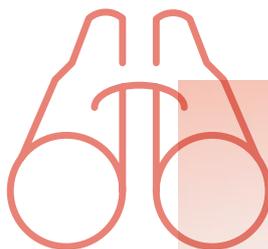
Sebbene i vari partecipanti alle dinamiche dell'asset class tendano a essere considerati come un'unica entità, esiste una grande dispersione tra gli emittenti dei mercati emergenti, sia in termini di valutazioni che di traiettorie di crescita dei singoli Paesi. Ad esempio, molti Paesi dell'America Latina sono rimasti relativamente ben isolati dagli effetti della guerra in Ucraina e molti hanno beneficiato degli elevati prezzi delle materie prime. ■



**CREDIAMO
CHE LA
MAGGIOR
PARTE
DELLE GRANDI
BANCHE SIA IN
SALUTE
E TASSI DI
INTERESSE
PIÙ ALTI
POTREBBERO
MIGLIORARE
LA LORO
REDDITIVITÀ**



High yield al centro



della scena



Stefan Isaacs

Deputy CIO, Public Fixed Income

PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO | OUTLOOK 2023

Reddito allettante per contribuire ad attutire i rischi di ribasso

A fine novembre, gli spread high yield globali avevano toccato il livello di 508 punti base, che a nostro avviso prezza molte delle cattive notizie economiche e offre un punto di ingresso piuttosto interessante per l'asset class. Sebbene una recessione globale potrebbe rivelarsi inevitabile, siamo convinti che essa sarebbe meno grave di quella attualmente indicata dagli spread high yield.

Gli attuali livelli di spread si traducono in un tasso di default implicito a cinque anni del 30% circa, molto più elevato delle nostre aspettative e più estremo della peggiore esperienza di default di sempre (Grafico 6). Riteniamo che i fondamentali societari siano generalmente in buono stato di salute e ci aspettiamo che gli utili aziendali si dimostrino complessivamente abbastanza solidi. La leva finanziaria in tutta l'asset class rimane relativamente modesta e molte società hanno colto l'opportunità di ridurre il proprio debito o di estenderne la scadenza in seguito

alla pandemia, il che dovrebbe ridurre significativamente il rischio di rifinanziamento.

Di conseguenza, riteniamo che gli indici high yield rappresentino un universo di qualità superiore rispetto a prima della pandemia. Pur prevedendo un aumento dei tassi di default rispetto agli attuali livelli decisamente modesti, non ci aspettiamo un'impennata di insolvenze. Con rendimenti complessivi appena inferiori al 9%, crediamo che l'asset class offra un flusso di reddito interessante, che dovrebbe fornire un notevole cuscinetto contro un ulteriore ampliamento degli spread o un aumento delle insolvenze.

Punti di vista sui settori: costruttivi sulle banche, prudenti sui consumi

Da un punto di vista settoriale, le banche, in particolare, sembrano ben posizionate per beneficiare di un contesto di tassi in aumento grazie ai margini di prestito più elevati. Al contempo le loro solide posizioni patrimoniali dovrebbero fornire una protezione consistente in caso di perdite più marcate del



**A NOSTRO
AVVISO, GLI
INVESTITORI
SONO BEN
REMUNERATI
PER
L'ASSUNZIONE
DEL RISCHIO DI
CREDITO...**

**MA È
IMPORTANTE
RESTARE
SELETTIVI**



previsto. Le valutazioni attuali suggeriscono forti perdite nel settore bancario, anche se riteniamo che la percezione del mercato sia piuttosto distante dal quadro fondamentale. Anche se è chiaro che si verificheranno delle perdite, crediamo che la grande maggioranza delle banche principali sarà in grado di far fronte a tali difficoltà, mentre l'aumento dei tassi di interesse dovrebbe decisamente migliorare la loro redditività.

Siamo del parere che si possa individuare valore anche nel settore immobiliare. Data la sua sensibilità ai rendimenti obbligazionari e la sua natura a lunga scadenza, quest'anno le valutazioni del settore sono scese molto bruscamente. Negli ultimi anni, inoltre, sono state effettuate molte emissioni in questo settore, che hanno agito da ostacolo da un punto di vista tecnico. Si tratta di un'area in cui è importante mostrarsi selettivi e valutare attentamente le valutazioni degli immobili sottostanti, anche se riteniamo che il settore sia complessivamente a buon mercato, con molte obbligazioni immobiliari che quotano ben al di sotto della parità.

Siamo più cauti nei confronti dei settori esposti ai consumi anche se, data la solidità del mercato del lavoro statunitense, ci aspettiamo un modesto calo della domanda piuttosto che un vero e proprio crollo, e riteniamo che tutti i nomi, tranne quelli con la leva finanziaria più elevata, dovrebbero essere in grado di far fronte a un periodo di rallentamento della crescita. ■

Investire in un contesto di tassi più elevati

PROSPETTIVE DI INVESTIMENTO | OUTLOOK 2023

Will Nicoll

CIO, Private e Alternative Assets



L'impatto dei tassi in rialzo

In primo luogo, vale la pena sottolineare che i mercati privati costituiscono un insieme ampio e versatile di asset class, che abbracciano una vasta gamma di opportunità di investimento, tra cui il credito privato, la finanza strutturata e al consumo, il settore immobiliare, le infrastrutture e il private equity.

Data questa varietà, l'impatto dell'aumento dei tassi è stato diverso per i vari segmenti del mercato. Alcuni hanno reagito in modo aggressivo, determinati dagli stessi timori legati al credito che hanno influenzato i mercati pubblici del reddito fisso. Altri segmenti hanno reagito più lentamente e stanno appena iniziando a prezzare la forte possibilità di sfide dovute alla recessione, mentre altri ancora sono di natura più difensiva e hanno il potenziale per riuscire a far fronte anche alle prospettive economiche meno rosee.

L'aumento dei tassi di interesse si è in realtà rivelato favorevole alla tesi d'investimento per gran parte dell'universo investibile del credito privato e illiquido, data la natura tipicamente a bassa duration e a tasso variabile di questi asset. Di conseguenza, i ribassi dei prezzi in questo settore sono stati più limitati rispetto al reddito fisso tradizionale.



Le capacità di copertura diretta (e indiretta) degli asset alternativi sono probabilmente interessanti per gli investitori prudenti che cercano di proteggere i loro portafogli.

Tuttavia, è importante considerare l'effetto potenziale di aumenti così significativi e rapidi. L'aumento dei tassi cedolari per un debito privato, che potrebbe essere del 2% o del 3% e che potrebbe salire al 4% o al 5%, è positivo per gli investitori, ma l'aumento dei costi di finanziamento può fare una differenza straordinaria per il bilancio di quella società. A mio avviso, quindi, il problema dell'aumento dei costi di finanziamento, in particolare in combinazione con gli elevati livelli di inflazione, sarà un tema costante fino al 2023 e mette in luce la necessità di selettività e flessibilità negli investimenti.

Al di là degli asset finanziari tradizionali, le capacità di copertura diretta (e indiretta) degli asset alternativi potrebbero attrarre gli investitori prudenti che cercano di porre al riparo i loro portafogli. Per gli investitori in settori come il private equity, le infrastrutture e l'immobiliare, rimane estremamente importante concentrarsi su società o edifici di qualità elevata che sopravviveranno, indipendentemente dal contesto economico in cui si trovano. Ciò significa guardare sempre agli asset sottostanti e alla loro qualità per cercare di garantire che possano sopravvivere a condizioni difficili: anche in questo caso la selettività e la disciplina dei prezzi sono fondamentali.



Sebbene la prospettiva di una recessione sia indubbiamente una delle principali preoccupazioni degli investitori per l'anno a venire, un rallentamento economico potrebbe creare opportunità per le strategie di investimento che si concentrano sulle società in difficoltà. Ad esempio, i cosiddetti "fondi distressed", che sono in grado di guardare oltre le notizie negative e di lavorare con le società in fase di recupero, potrebbero avere l'opportunità di raccogliere fondi.

Al di là della situazione macroeconomica nel breve termine, le infrastrutture sono un importante tema di lungo periodo presente in tutti i mercati privati. Quello attuale è un momento particolarmente stimolante per le infrastrutture, visto il percorso di transizione energetica e il passaggio all'economia digitale: nei prossimi anni dovremo completamente rivedere l'infrastruttura mondiale e gran parte di essa sarà realizzata

attraverso la tecnologia emergente, che sarà sostenuta da private equity, venture capital (VC) e prestiti privati.

La fine dei tassi ultra-bassi

Un'altra osservazione è che il panorama è chiaramente cambiato. Anche se l'inflazione inizierà con ogni probabilità a rallentare la sua corsa nel 2023, non ci aspettiamo che le cose tornino come prima. Abbiamo vissuto un periodo straordinario di tassi di interesse bassissimi, se non addirittura negativi, e le persone si erano abituate all'abbondante liquidità che ne è derivata (Grafico 7).

Ma anche quando l'inflazione eventualmente inizierà a frenare, c'è il rischio che gli investitori si aspettino di tornare a ciò che ritengono normale, quando in realtà i tassi di interesse negativi non lo erano affatto. L'eccesso di liquidità disponibile ovunque non rappresenta la norma e gli investitori devono

probabilmente ancora adattarsi a questa situazione.

Nel lungo termine, stiamo passando da una posizione di tassi ultra-bassi a un ambiente più in linea con le tendenze storiche. Ciò potrebbe significare che i segmenti dei mercati privati che sono cresciuti in misura notevole, in parte grazie alle recenti condizioni di tassi contenuti, potrebbero subire una certa pressione.

Il settore immobiliare un ambiente di tassi in rialzo

Con i rendimenti obbligazionari decisamente più elevati, il premio al rischio del settore immobiliare si è ridotto, rendendo più difficile giustificare i bassi rendimenti di alcuni immobili in qualche settore.

Riteniamo che una correzione dei prezzi nei mercati immobiliari globali determinerà una variazione delle performance dei portafogli esistenti, a seconda

Grafico 7: guardando avanti, dopo un'era di tassi ultra modesti



Fonte: Refinitiv Datastream, 30 novembre 2022.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.



Crediamo che i private market porteranno alcune di idee di valore molto interessanti e attrattive.

della qualità degli asset. I requisiti sempre più rigorosi degli occupanti fanno sì che gli edifici privi di credenziali ecologiche siano a rischio di minore occupazione e i cosiddetti “brown discounts” (prezzi scontati dovuti a carenze degli immobili da un punto di vista della sostenibilità) per gli immobili più datati sono destinati ad accelerare. Nonostante i costi ingenti di importanti ammodernamenti, a nostro avviso ritardare i lavori potrebbe rappresentare un falso risparmio.

È probabile che anche le allocazioni di portafoglio cambino, dato che gli immobili tradizionali come quelli a uso ufficio dovranno far fronte a sfide strutturali e cicliche. A nostro avviso, il settore abitativo sembra più resiliente, in quanto il fabbisogno di alloggi è elevato.

Contribuire a colmare il divario di offerta potrebbe quindi mitigare l'attuale pressione al rialzo sui rendimenti grazie a interessanti prospettive di reddito e di crescita, consentendo al contempo alle istituzioni di creare un impatto sociale positivo.

Le rivalutazioni immobiliari richiederanno naturalmente del tempo, ma quando i rendimenti si stabilizzeranno, riteniamo che gli asset possano riflettere un'interessante opportunità di valore a lungo termine, con migliori prospettive di rendimento.

Con l'aumento delle difficoltà economiche, orientarsi in un contesto di volatilità di mercato richiederà abilità e capacità di guardare agli eventi in prospettiva. La storia

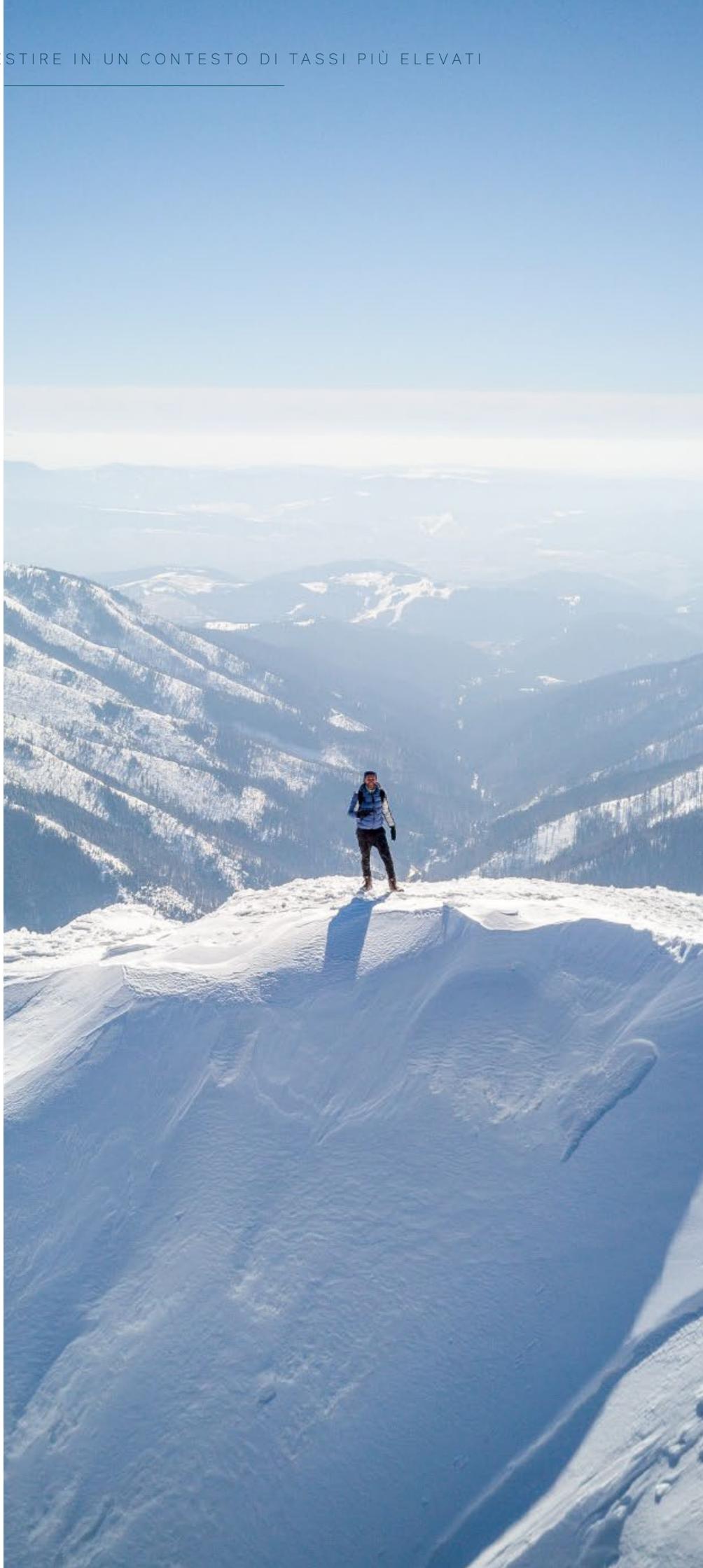


dimostra che spesso è negli anni successivi alla recessione che l'immobiliare dà i suoi frutti, con il potenziale di riprezzamento che, a nostro avviso, crea la prossima buona annata di investimenti.

Opportunità di valore interessanti

Riteniamo che il 2023 si rivelerà come un anno molto interessante per numerosi motivi. In primo luogo, se si guarda ai mercati privati nel loro complesso, questi stanno reagendo in modo molto diverso al momento e con tempi molto diversi rispetto agli eventi e agli sviluppi che abbiamo visto nel 2022. Riteniamo che ci siano segmenti che offrono opportunità di valore molto interessanti al momento e altri in cui il valore è decisamente minore. In alcuni casi, stiamo aspettando che i mercati reagiscano. Quindi, guardando al 2023, pensiamo che i mercati privati presenteranno alcune idee molto interessanti e dal valore allettante.

Dato che ci troviamo in un ciclo del credito ed è probabile che l'attuale ciclo di rialzi dei tassi di interesse non sia ancora terminato, potremmo assistere a un ritorno degli investitori verso asset meno "vivaci". Pertanto, anche se nei prossimi due anni potrebbero presentarsi grandi opportunità, la possibilità di





L'avvento e la crescita di un mercato secondario potrebbe supportare la democratizzazione dell'asset class.

particolare progetto o attività. Le opportunità di investimento sono molteplici, dalle energie rinnovabili alla trasformazione digitale, dagli alloggi per studenti e a prezzi accessibili alla rigenerazione urbana, fino alla silvicoltura o all'inclusione finanziaria. La gamma di attività interessanti che offrono rendimenti allettanti è a nostro parere estremamente ampia.

Far fronte alla sfida

Dato il nuovo panorama di investimenti in cui ci troviamo, è probabile che i mercati finanziari presentino una certa volatilità nei prossimi mesi. Tuttavia, riteniamo che all'interno dei mercati privati esista una gamma variegata di strategie di investimento e di attività in grado di far fronte a un ambiente difficile, caratterizzato da tassi più elevati, e di offrire interessanti opportunità nel lungo termine.

convincere molti nuovi investitori a prendere in considerazione gli asset privati sarà piuttosto contenuta. Tuttavia, per quanto riguarda l'attuale struttura dei mercati dei patrimoni privati e del private equity, riteniamo che vi siano una serie di vantaggi nel lungo termine.

Democratizzazione degli asset privati

La "democratizzazione" degli asset privati, ossia l'estensione di questi investimenti a un pubblico più ampio rispetto alla tradizionale base di investitori istituzionali, è una tendenza molto discussa.

Gli investitori istituzionali sono cresciuti con l'idea della curva J nel private equity, in cui i rendimenti sono negativi nei primi anni dell'investimento prima di generare un ritorno nel corso della vita del fondo. Questa struttura è meno diffusa tra i clienti wholesale e retail, per cui gli investimenti in private asset da parte di questi clienti sono stati molto più modesti.

L'avvento e la crescita di un mercato secondario potrebbero contribuire a democratizzare questa classe di attivi, in quanto le persone possono investire e iniziare a ottenere rendimenti immediati, anche se leggermente inferiori a quelli degli investitori in grado di detenere un fondo per tutto il suo ciclo di vita.

Una delle sfide principali di questo processo è la formazione. Gli investitori wholesale nel loro complesso non hanno ancora maturato una conoscenza approfondita dei mercati privati, data la mancanza di prodotti facilmente disponibili di cui poter discutere e su cui poter riflettere. Regimi come gli LTIF (fondi di investimento a lungo termine) dell'UE e gli LTAF (fondi di investimento a lungo termine) del Regno Unito stanno gradualmente cambiando questa situazione, aiutando i clienti a investire in prodotti che non dispongono di liquidità giornaliera e possono quindi accedere agli asset privati senza creare un disallineamento di liquidità. Stanno emergendo nuovi fondi semi-liquidi che investono in asset privati e sembrano destinati a creare una maggiore domanda di questi asset, che a sua volta potrebbe favorire la crescita del mercato nel suo complesso.

Sostenibilità e investimento a impatto

Un altro elemento favorevole che riteniamo significativo per i mercati privati è il crescente interesse verso gli investimenti sostenibili e a impatto. Esistono numerose opportunità di investimento che rispondono a obiettivi climatici o sociali positivi all'interno dei mercati privati, in quanto gli investimenti sono spesso mirati a un

